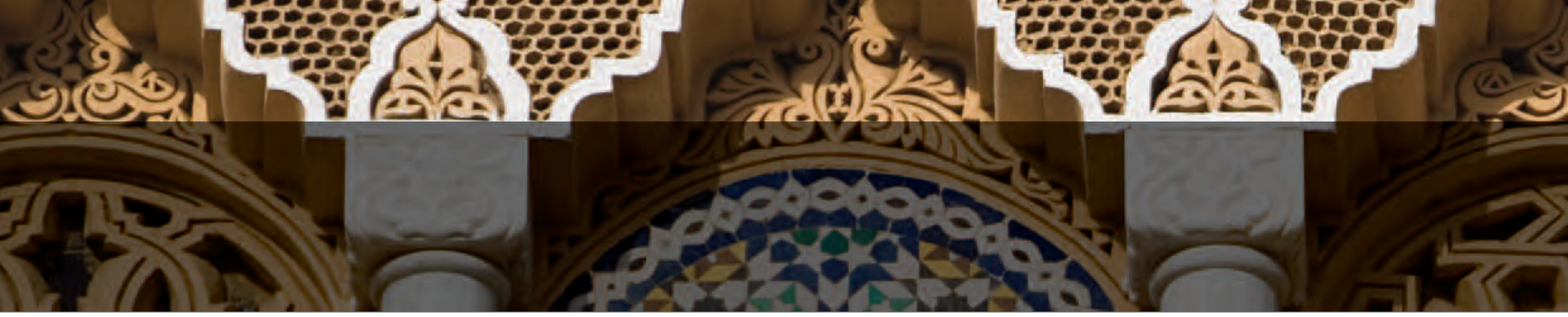


Herbert Smith

Guide de la finance islamique

2009

Herbert Smith en collaboration avec
Gleiss Lutz et Stibbe

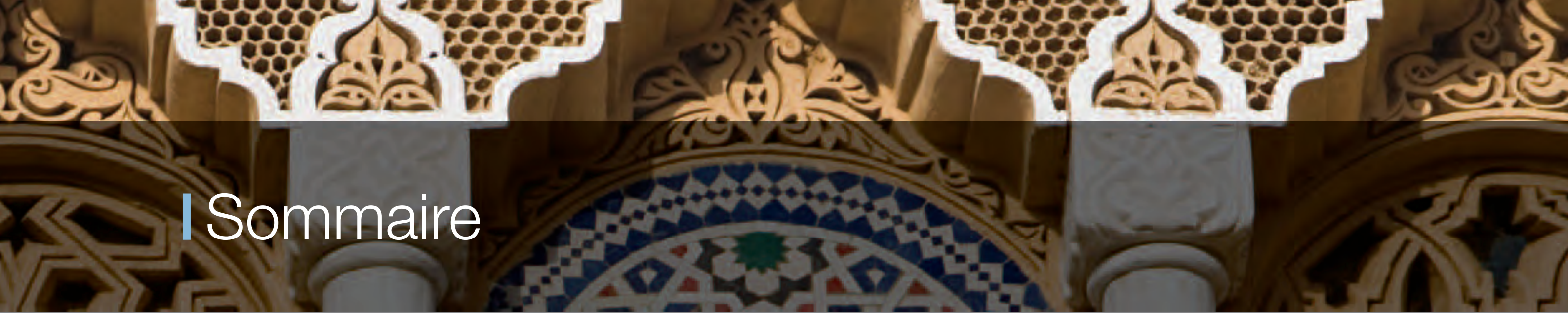


Nous sommes heureux de présenter la première édition de notre guide de la finance islamique en France. Ce guide est essentiellement le fruit de l'expertise des avocats de notre Groupe Finance Islamique Monde. L'objectif de ce guide est de présenter de façon simple et pratique les principaux produits et techniques de financement utilisés dans le secteur des services financiers islamiques. Afin de vous en faciliter la lecture, nous avons joint en annexe au présent guide un glossaire des termes en langue arabe figurant en italique employés dans ce guide.

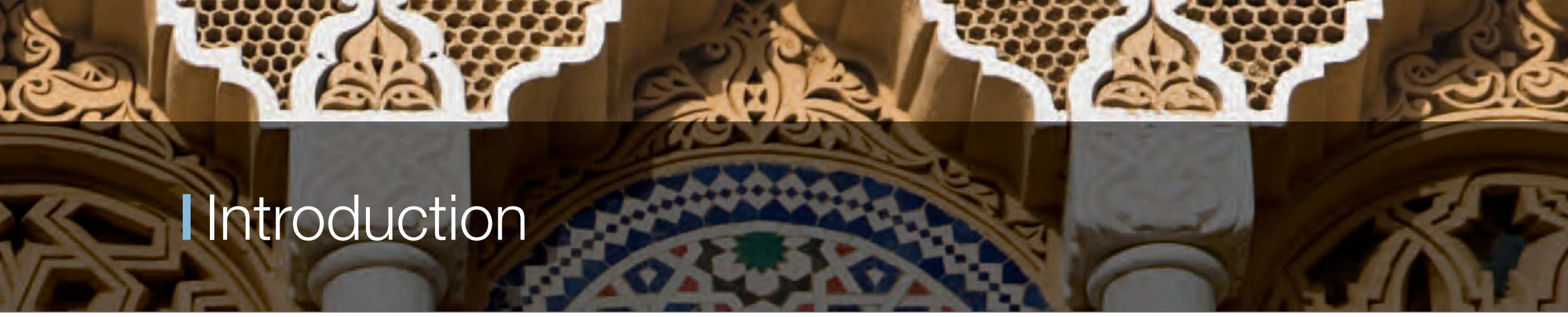
Le marché de la finance islamique a connu une croissance très rapide ces dernières années. Ce type de financement alternatif aura sans aucun doute dans les années à venir un rôle croissant à jouer dans le marché mondial de la finance. C'est notamment grâce à la finance islamique que les gouvernements, les sociétés et les établissements financiers ont aujourd'hui accès aux liquidités considérables dont disposent certains pays de la région MENA (Moyen Orient et Afrique du Nord). En constante évolution, le marché de la finance islamique propose des produits de plus en plus structurés et sophistiqués.

Nous espérons que ce guide vous permettra de vous familiariser avec ce secteur et les différents produits et solutions de financement alternatives qu'il offre à tous les acteurs du marché (musulman ou non). N'hésitez pas à nous contacter si vous souhaitez discuter de toute information contenue dans cette brochure (les coordonnées de nos spécialistes figurent à la fin du guide).

Le groupe Finance islamique à Paris



Sommaire



Introduction

La finance islamique

Il n'existe pas de définition unique de la finance islamique mais ce terme est aujourd'hui largement utilisé pour désigner les activités financières et commerciales qui respectent les principes du droit et de la jurisprudence islamiques, plus communément désignés sous le vocable "*Chari'a*". Le respect de tels principes permet ainsi d'investir et de réaliser des profits en conformité avec les règles du droit musulman. De manière générale, les produits et instruments financiers compatibles avec la *Chari'a* visent à offrir une alternative éthique viable aux outils de financement traditionnels.

Les sources de la "*Chari'a*"

Le mot arabe "*Chari'a*" signifie littéralement "le chemin". A travers des principes et des recommandations, la *Chari'a* définit un comportement acceptable dans tous les domaines de la vie des musulmans. Elle gouverne la dimension morale, éthique, spirituelle et sociale de la vie privée et publique des musulmans, incluant notamment les activités économiques et commerciales. Le terme *Chari'a* désigne la loi islamique non codifiée. Il s'agit d'un système légal basé sur l'éthique musulmane, qu'il est possible d'interpréter et de développer. La *Chari'a* a deux sources principales : le *Coran* (le texte sacré de l'Islam qui rend compte du message de Dieu tel que révélé au Prophète Mohammed) et les *Hadith* (les corps de textes regroupant la *Sunna*, expressions, enseignements et actions du Prophète).

Ces deux sources constituent les bases essentielles permettant de déterminer la conformité de toute action avec les règles et la finalité de la *Chari'a*. Un rôle clé est également joué par les jurisconsultes du droit musulman (les *scholars*), spécialistes de la *Chari'a*, qui interprètent les principes pouvant s'appliquer aux techniques de financement modernes, tout en restant fidèles à l'esprit des sources traditionnelles du droit musulman. Dans ce but, les *scholars* sont parfois appelés à proposer une analyse et un effort de réflexion pour interpréter les textes fondateurs de l'Islam (l'*Ijtihad*), en utilisant notamment les principes acceptés du *Qiyas* (raisonnement par analogie) ou en se fondant sur un consensus (*Ijma'*) relatif aux normes applicables à une technique de financement donnée.

Le secteur de la finance islamique

Le secteur de la finance islamique s'est développé très rapidement ces dernières années. Les estimations concernant la taille de ce marché varient selon les sources et se retrouvent souvent rapidement dépassées. Il n'en demeure pas moins que le développement fulgurant de cette industrie, ainsi que l'influence qu'elle exerce sur le marché de la finance de façon générale, sont aujourd'hui largement reconnus.

La multiplication des institutions financières islamiques à travers le monde, ainsi que le nombre croissant d'établissements bancaires conventionnels qui offrent aujourd'hui des solutions de financement *Chari'a* compatibles, confirment l'essor du secteur d'activité de la finance islamique.

En ce qui concerne la France, les autorités viennent de franchir une étape très importante dans le processus de reconnaissance de la finance islamique en adoptant à la fin de l'année 2008 des mesures fiscales et règlementaires qui visent à promouvoir cette technique de financement. Dans un contexte actuel de crise économique et financière affectant notamment le secteur de l'immobilier et compliquant sensiblement l'accès aux liquidités dites "conventionnelles", l'arrivée prochaine de banques islamiques en France ne peut que susciter l'intérêt des investisseurs pour cette finance éthique.



Les prohibitions de la *Chari'a*

La finance islamique autorise et même encourage les échanges commerciaux et la participation dans des investissements liés à l'économie dite productive ou réelle. Néanmoins, tout profit doit provenir de contrats prévoyant un partage des risques, des profits et des pertes et par conséquent, l'Islam enseigne que l'argent n'est qu'un moyen de paiement et ne peut faire en soi l'objet d'un principal / unique contrat.

Les contrats de financement islamique ne doivent pas aller à l'encontre des principes fondamentaux de la *Chari'a*. Les produits ou principes autorisés sont communément appelés *halal*, ceux qui sont interdits sont désignés par le terme *haram*.

Dans le cadre de levées de fonds importantes, il n'est pas rare de voir une utilisation combinée des instruments de financement islamique et des instruments de financement conventionnel. Toutefois, cette approche nécessite une structuration minutieuse afin de ne pas "vicier" la tranche islamique du financement avec des produits réputés *haram*, tels que les intérêts (le *riba*).

Un certain nombre d'éminents *scholars* (jurisconsultes du droit musulman) de la *Chari'a* partagent l'opinion selon laquelle, concernant les personnes physiques, la doctrine de la nécessité (la *darura*) peut être invoquée dans certaines circonstances précises. En dernier recours, cette doctrine peut éventuellement permettre à un musulman de s'écarter temporairement des règles de la *Chari'a* et d'utiliser des produits conventionnels lorsqu'aucune solution alternative conforme à la *Chari'a* n'est disponible. La *Chari'a* peut donc adopter une approche pragmatique et tolérer, dans certaines circonstances, le recours aux produits ou techniques de financement conventionnel, notamment dans le cas de la nécessité d'un financement à court terme.

Les principales prohibitions ou restrictions de la *Chari'a* incluent :

L'intérêt (*riba*)

L'interdiction du *riba* est une règle fondamentale de l'Islam. La *Chari'a* considère l'argent comme un simple moyen d'échange. L'argent ne peut par conséquent, à lui seul, faire l'objet d'un contrat ou être utilisé comme un moyen de réaliser un profit. Cette prescription interdit de percevoir tout intérêt en contrepartie de la mise à disposition d'une somme d'argent. En vertu de la *Chari'a*, la perception et la réception d'intérêts (fixes ou variables) sont ainsi strictement prohibées et toute obligation de verser des intérêts est réputée nulle.

L'incertitude (*gharar*)

En droit musulman, les contrats contenant des éléments d'incertitude sont réputés nuls. Un contrat non affecté par le *gharar* est un contrat dont tous les termes fondamentaux (tels que le prix, l'objet, l'identité des parties et les délais d'exécution) sont clairement définis au jour de sa conclusion. Cette règle est rigoureusement appliquée par les *scholars*. Il est ainsi rare de prévoir des conditions suspensives portant sur les éléments caractéristiques du contrat dans les documents de financement islamique. Les *scholars* encouragent par ailleurs fortement la satisfaction de toutes les conditions préalables avant la signature du contrat.

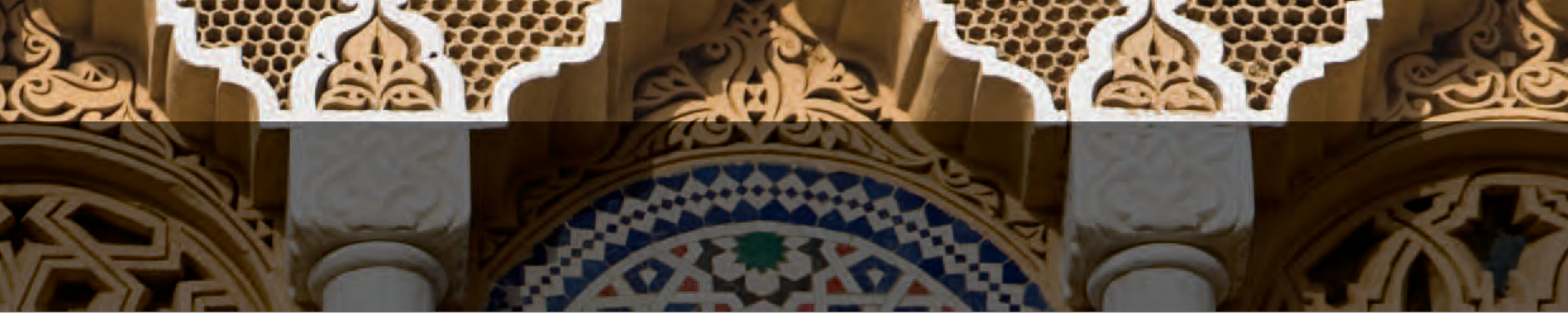
La spéculation (*maisir*)

Les opérations qui reposent sur de la pure spéculation en vue de réaliser un profit sont illicites (*haram*) et donc nulles en droit musulman. Ce principe ferme notamment aux investisseurs islamiques l'accès au marché des produits dérivés en tant que source de profit à titre principal et fait obstacle à ce que ces derniers participent à la négociation spéculative de titres de sociétés.

Il existe cependant une nette distinction entre les opérations relevant de la pure spéculation et une activité certes spéculative au sens de non certaine mais accomplie de façon "entrepreneuriale", qui est, elle, parfaitement licite dans la mesure où elle est au service de la création ou de l'investissement dans une entreprise.

L'enrichissement injuste / exploitation déloyale

Les contrats aux termes desquels l'une des parties exploite de façon déloyale son cocontractant ou perçoit injustement un gain au détriment de ce dernier sont également réputés nuls. En effet, suivant les principes dictés par la *Chari'a*, un musulman ne doit générer de profit qu'à partir de transactions ou d'activités dans lesquelles il investit et à la condition qu'il en partage les risques (cette règle fait référence au "principe des trois p" : partage des pertes et des profits). Le partage n'est pas nécessairement égalitaire mais il doit être déterminé selon une clé de répartition convenue à l'avance.



En application de cette règle, il est ainsi formellement interdit à un bailleur de fonds de réaliser un profit financier résultant des pénalités de retard payées par un débiteur en défaut de paiement. En revanche, il est permis (et accepté par un certain nombre de *scholars*) à un bailleur de fonds d'imposer le paiement de pénalités de retard, dès lors qu'il s'agit d'une incitation à un paiement rapide. Toutefois, les pénalités de retard perçues par le financier ne pourront être conservées par ce dernier que dans la mesure où elles correspondent à la somme des frais qu'il a réellement encourus du fait du retard de paiement. Tout montant ne correspondant pas à de tels frais devra être distribué à des œuvres de charité.

Financements / Investissements éthiques

Un financement islamique ne peut avoir pour objet un investissement dans une activité interdite par la *Chari'a*. Aucun investissement ne peut ainsi être réalisé par un financier islamique dès lors qu'il porte sur des produits *haram* ou des activités illicites telles que l'alcool, l'armement, la viande porcine, la pornographie ou les jeux de hasard. L'examen de la compatibilité des investissements et des financements avec la *Chari'a* peut s'avérer parfois complexe (ex. : l'investissement dans un hôtel vendant de l'alcool).

La thésaurisation

Dans la mesure où la *Chari'a* considère l'argent comme un simple moyen d'échange sans valeur intrinsèque, la thésaurisation est fortement déconseillée, voire condamnée. Un musulman peut accumuler de la richesse légitimement acquise, mais il doit veiller à dépenser ou investir cette richesse de façon judicieuse. Lorsqu'un musulman dispose d'un revenu annuel supérieur à un certain montant, il a l'obligation d'en reverser une partie à une catégorie définie de la population incluant notamment les nécessiteux. Il se conforme ainsi à l'obligation de paiement de la *zakat*, l'un des cinq piliers de l'Islam.

Tableau résumé des principales prescriptions et encadrements en matière de finance islamique

Prescriptions	Encadrements
Equilibre des prestations et équité • Principe des « 3 P » : Partage des Pertes et des Profits. • Modalités de partage doivent être convenues à l'avance mais ne sont pas nécessairement égalitaires (liberté contractuelle). • Sanction et cas de déchéance du terme uniquement en cas de faute de l'emprunteur.	**Prohibition du *riba* (intérêt fixe ou variable)** • Interdiction de la rémunération du prêt d'argent mais rémunération possible à travers les revenus effectivement générés par l'actif financé.
Principe d'adossement à un actif tangible (*asset-backing*) • Tout financement doit être adossé à un actif tangible	**Prohibition de l'aléa (*gharar*) et de la spéculation (*maisir*)** • Concernent les biens dont l'existence est incertaine (chose non suffisamment identifiée). • Autorisation de la vente à livraison différée (≠ vente à découvert).
Supervision des activités de la banque islamique par un conseil religieux (*Chari'a Board*) • L'existence au sein de chaque banque d'un tel organe est fortement recommandée (conformité des transactions,validation d'opération-type, règles d'éthique, émission de *fatwa*, suivi et supervision).	**Filtrages éthiques** • Le financement doit porter sur des activités licites (*halal*) et la société objet de l'investissement ne doit pas avoir un ratio d'endettement trop important.



Les problématiques de conformité avec la *Chari'a*

Chaque institution financière offrant des produits et services financiers islamiques dispose de ses propres procédures de détermination de la conformité de ses produits à la *Chari'a*. Le processus est le plus souvent géré en interne et varie donc d'une institution à une autre.

Afin de certifier la conformité d'un produit à la *Chari'a*, un comité formé de *scholars* procède à l'analyse des documents relatifs au produit concerné. Le consentement du comité prend la forme de l'émission d'une *fatwa*, c'est-à-dire la rédaction d'un avis juridique religieux. Seuls les *scholars* ont la capacité d'émettre une *fatwa*.

Il existe parfois d'importantes divergences dans l'interprétation de la *Chari'a* qui peuvent conduire, selon les banques et les *scholars*, à ce qu'une même opération soit, dans un cas, jugée compatible et, dans un autre, contraire à la *Chari'a*. Les interprétations de la *Chari'a* varient suivant l'origine doctrinale des *scholars*, issus le plus souvent de l'une des quatre principales écoles de jurisprudence islamique. Les décisions relatives à la validité d'une structure de financement sont ainsi prises de manière discrétionnaire par les *scholars*, sans nécessairement être tenues de se conformer avec les décisions précédentes.

Les *scholars* basés au Moyen Orient ou en Europe ne sont par ailleurs pas contraints de se conformer aux standards du marché. Ainsi, les positions adoptées par des *scholars* situés en Malaisie, en Europe ou dans le Golfe sur une structure de financement donnée peuvent être divergentes. De cette liberté d'interprétation laissée aux *scholars* résulte notamment une insuffisance notoire d'harmonisation en termes de structuration des opérations et de documentation de financement dont souffre le marché de la finance islamique. La situation est toutefois différente sur le marché malaisien où les *scholars* ont adopté, sous la supervision de la banque nationale de Malaisie (Bank Negara), une série de principes d'investissement réputés compatibles avec la *Chari'a*.

L'importance et la croissance du volume des transactions réalisées ces dernières années a néanmoins conduit à une rapide évolution des produits financiers de base et à une standardisation progressive des structures et de la documentation juridique et financière. La solidité financière des investisseurs islamiques ainsi que l'intérêt très fort des banques (tant islamiques que conventionnelles) pour ce marché de la finance islamique en plein essor, a incité les acteurs de ce marché à entreprendre une démarche d'autorégulation. L'AAOIFI (*Accounting and Auditing Organisation for Islamic Institutions*) en est le meilleur exemple. L'AAOIFI est un organisme indépendant à but non lucratif, fondé en 1991 par plusieurs banques centrales, en charge de développer les règles et standards en matière comptable, d'audit et de gouvernance pour les institutions de finance islamique.

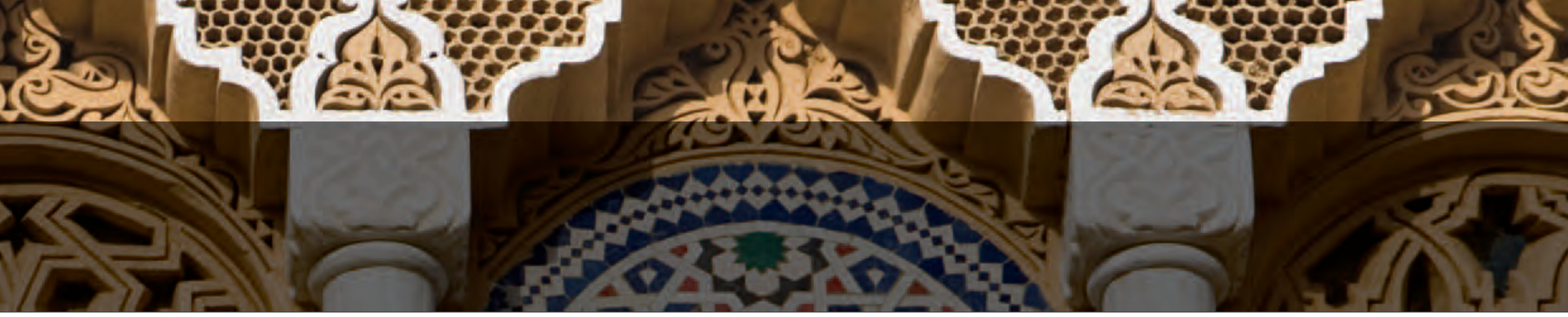
Les comités de conformité de la *Chari'a*

La plupart des banques islamiques et des banques conventionnelles disposant d'une "fenêtre islamique" disposent de leur propre comité de conformité ou conseil en *Chari'a*, qui établit de façon indépendante les conditions de validité des transactions au regard des règles et principes de la *Chari'a*. Ce comité est un organe collégial composé au minimum de trois *Chari'a scholars*, chargés d'approuver les différentes opérations ou produits offerts par la banque islamique.

Les *scholars* ont également pour mission de vérifier la mise en œuvre des *fatwas*. Leur indépendance par rapport aux dirigeants de la banque et leur autorité leur permettent de rejeter toute transaction jugée contraire à la loi islamique. Certaines institutions financières font donc preuve d'une exigence particulière en ce qui concerne la qualification de leurs *scholars*. Ainsi, en Malaisie, tout *scholar* doit justifier d'au moins trois années d'expérience en matière de transactions financières islamiques. Si ce type d'exigence n'est pas formellement appliqué en Europe et au Moyen Orient, les *scholars* disposent en pratique d'une expérience au moins équivalente et le plus souvent bien supérieure.

Le comité de conformité de la *Chari'a* examine en détail la structure et la documentation juridique des transactions, ainsi que les caractéristiques des produits qui lui sont soumis. Dans la plupart des banques, ce comité procède par ailleurs à l'examen global de l'activité de l'établissement et produit des rapports annuels portant sur la compatibilité des opérations réalisées.

Les *scholars* les plus expérimentés sont d'éminentes personnalités, qui ont consacré l'essentiel de leur vie active à l'étude du *Qu'ran* et du *Hadith* et des autres sciences islamiques. A l'heure actuelle, les *scholars* qui jouissent d'une réputation mondiale reconnue sur le marché et dont les opinions sont largement acceptées sont très peu nombreux (sans doute moins de quinze dans le monde). Pour cette raison, ce sont souvent les mêmes personnes qui siègent au sein des comités de conformité des institutions financières islamiques. En pratique, cela tend à harmoniser l'interprétation de la *Chari'a* entre les institutions et permet donc d'envisager à moyen terme une approche plus globale et plus cohérente de la *Chari'a* dans



ce secteur d'activité. Le nombre restreint de *scholars* pourrait ainsi se révéler être un gage d'efficacité et la garantie d'une meilleure sécurité juridique au profit des acteurs de ce marché.

Il subsiste néanmoins sans aucun doute des approches propres à chaque comité de conformité de la *Chari'a*. En effet, si certains requièrent une adhésion stricte aux principes religieux, d'autres sont plus ouverts aux exigences du marché. Plusieurs sociétés de conseils en *Chari'a* ont été récemment créées afin de pallier au manque de *scholars* expérimentés.

Les *fatwa*

Lorsqu'à l'issue d'une procédure de contrôle d'une opération, le comité de conformité de la *Chari'a* consulté est satisfait de la conformité de la transaction aux principes religieux, il émettra une *fatwa*. L'émission d'une *fatwa* est une condition indispensable pour permettre à une banque islamique de mettre en œuvre toute transaction non validée au préalable par son comité de conformité.

D'autres *scholars* peuvent se trouver en désaccord avec la *fatwa* émise par un comité de conformité. Néanmoins, il est en pratique rare que les opinions dissidentes soient ouvertement exprimées. En effet, la sévérité et la rigueur de l'examen en amont de l'émission de la *fatwa* lui donnent souvent l'autorité nécessaire pour ne pas être contestée.

L'AAOIFI (*Accounting and Auditing Organisation for Islamic Institutions*)

L'AAOIFI est une organisation à but non lucratif créée pour promouvoir les principes de la *Chari'a* auprès des institutions financières islamiques et des autres acteurs du secteur. L'AAOIFI a établi des standards en matière de comptabilité, d'audit, de gouvernance et d'éthique à l'attention des institutions financières qui souhaitent développer leur activité sur le marché de la finance islamique.

L'objectif des standards publiés par l'AAOIFI est bien entendu de contribuer à une plus grande harmonisation des produits et techniques de financement islamiques. L'autorité de l'AAOIFI est de plus en plus importante, notamment depuis la publication de son avis en 2008 sur certaines structures de *sukuk* dont, selon l'AAOIFI, près de 75 % ne seraient pas compatibles avec la *Chari'a*.

Problématique du droit applicable

La plupart des pays musulmans ont des systèmes juridiques mixtes. Ainsi, une partie de la *Chari'a* s'applique à certains aspects de la vie privée des individus, tandis que la législation nationale séculière gouverne l'activité commerciale. Certaines institutions régionales et certains *scholars* considèrent que la *Chari'a* devrait être systématiquement retenue par les parties pour régir leurs relations contractuelles. Toutefois, dans la pratique, c'est généralement une autre loi (selon les juridictions, le plus souvent le droit anglais ou français) qui est retenue. Il n'est ainsi pas nécessaire que les contrats prévoient expressément la *Chari'a* comme droit applicable dans la mesure notamment où ces contrats ont en principe été préalablement validés par un comité de conformité.

En pratique, il revient donc au financier islamique lui-même de vérifier, en se référant à son comité de conformité et aux *fatwas* déjà émises, que telle ou telle transaction est bien compatible avec la *Chari'a*.

Le choix de soumettre un contrat à la *Chari'a* constituerait par ailleurs une source d'incertitude pour les parties au regard de l'interprétation de ce droit non codifié et ne disposant pas d'un système de précédents jurisprudentiels.



Les techniques de financement islamiques

Afin qu'un montage de financement islamique soit conforme à la *Chari'a*, il est essentiel que le financier assume une partie des risques portant soit sur l'actif financé, soit sur l'activité objet de l'investissement. Les techniques de financement islamique reposent donc généralement sur le transfert d'actifs sous-jacents (structures basées sur un financement d'actifs) ou sur l'exposition à un autre risque commercial (structures basées sur un financement participatif ou de partage des risques).

L'importance de la répartition du risque dans le cadre des techniques de financement islamique illustre l'une des différences fondamentales avec les instruments de la finance conventionnelle. En effet, alors qu'un financier conventionnel cherche à minimiser au maximum le risque sous-jacent lié à une opération, il est au contraire primordial pour un financier islamique d'assumer un tel risque afin d'assurer la compatibilité de l'opération avec la *Chari'a*. La principale difficulté consiste dès lors pour les praticiens à réconcilier les exigences de la *Chari'a* (nécessité de conserver une part des risques) avec l'aversion naturelle au risque des banques, tout en offrant au client de la banque des conditions financières intéressantes.

Les principaux produits et techniques de financement islamique basés sur le partage des risques et le transfert d'actifs permettent de répondre aux exigences qui viennent d'être exposées. Bien que chacune de ces structures représente séparément une technique de financement à part entière, il est courant, afin d'atteindre l'objectif commercial et financier recherché, de combiner plusieurs structures dans une même opération.

Les structures de financement basées sur un actif

Les techniques de financement basées sur un actif reposent sur le transfert de propriété d'actifs sous-jacents. En résumé, le financier fait l'acquisition d'un actif tangible (tels qu'un immeuble ou des marchandises) et assume une partie du risque juridique et commercial lié à cet actif.

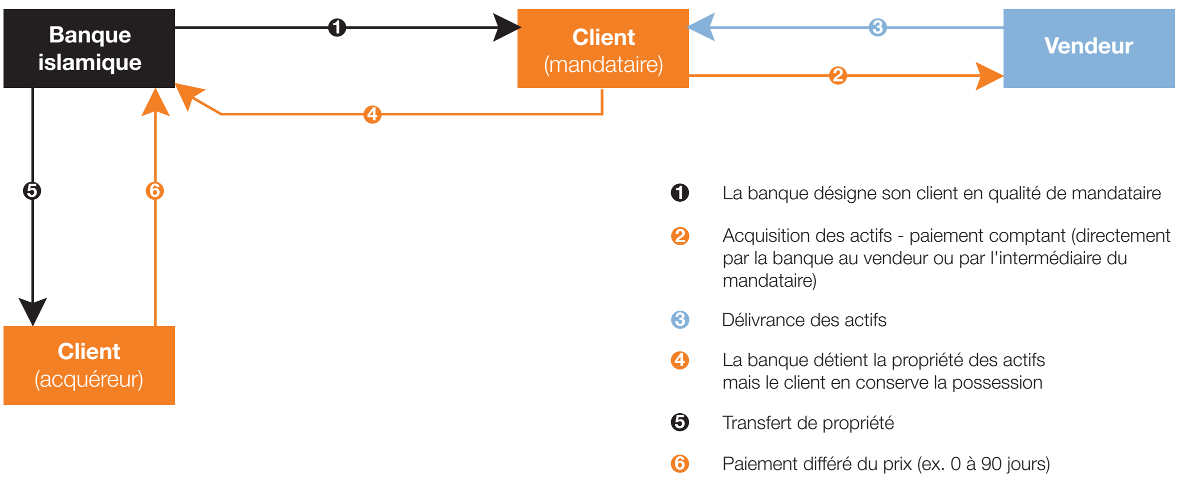
La *Mourabaha* pure

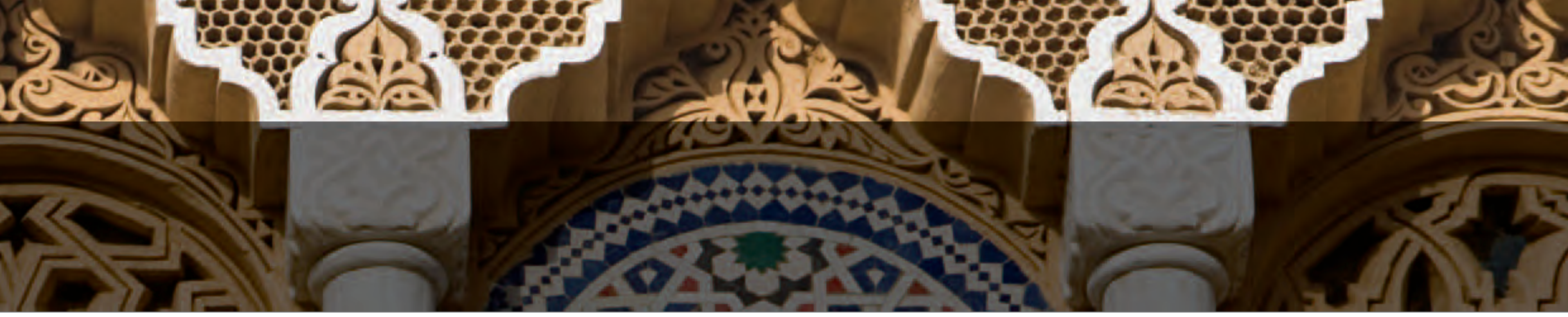
La *Mourabaha* est une technique de financement aux termes de laquelle un financier acquiert un actif et le revend ensuite à tempérament à son client à un prix majoré. En contrepartie de la mise à disposition du financement, le financier perçoit, moyennant un prix payable à terme, un montant comprenant le coût d'acquisition (c'est-à-dire la somme payée lors de l'achat de l'actif) majoré d'une marge, le plus souvent égale à la somme du LIBOR (ou autre indice de marché tel que l'EURIBOR) et d'une marge convenue entre les parties. Les modalités de paiement à terme du prix de la revente, qui inclut le profit du financier, sont convenues dès l'origine entre les parties. Dans la *Mourabaha* classique, le client conserve l'actif financé pour les besoins de son activité.

Afin d'éviter que l'opération ne s'apparente à un prêt portant intérêt et de s'assurer qu'elle conserve les caractéristiques d'un contrat de vente, le financier doit conserver la propriété de l'actif et assumer le risque sous-jacent (même pour une période courte) jusqu'à ce que l'actif soit revendu au client. Le financier a cependant la possibilité de donner mandat à son client pour l'acquisition de l'actif. Ce dernier peut alors conserver la possession de l'actif acquis au nom et pour le compte du financier.

Le profit perçu par la banque islamique est considéré comme licite, dans la mesure où il est réputé avoir été généré par la vente d'un actif et non par la mise à disposition d'une somme d'argent rémunérée par un taux d'intérêt.

Cette technique de financement est très largement utilisée, notamment dans le cadre de financements export, de financements immobiliers, de financements d'acquisition et de financements avec effet de levier (LBO).



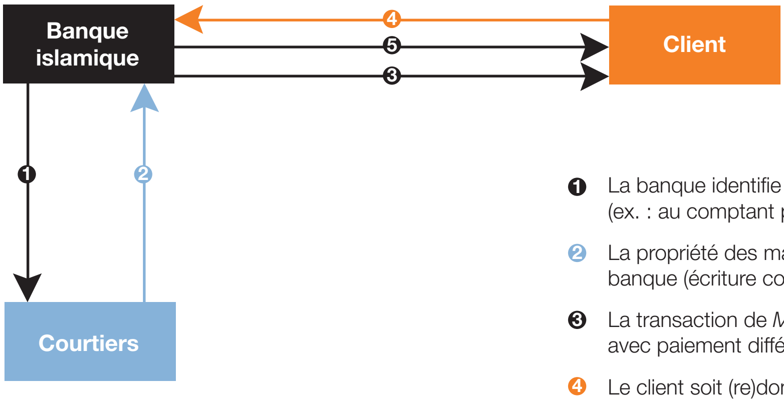


La *Mourabaha* sur matières premières

Egalement appelée *tawarrouq*, le recours à cette variante de la *Mourabaha* est nécessaire pour répondre aux besoins en trésorerie d'un client (plutôt que le financement d'un actif particulier). Dans le scénario le plus simple, le financier achète un actif (directement ou par l'intermédiaire d'un client agissant en qualité de mandataire) et revend ce même actif à son client pour un prix payable de façon différée (comme décrit ci-dessus). Le client (directement ou par l'intermédiaire du financier agissant en qualité de mandataire) revend alors immédiatement l'actif sur le même marché (au vendeur d'origine ou à un tiers). Cette transaction lui procure ainsi les liquidités dont il a besoin. Un courtier est souvent utilisé comme interface entre le client et le marché. Concernant l'actif sous-jacent, il s'agit le plus souvent d'une matière première librement négociable et conforme à la *Chari'a* (fréquemment le cuivre). L'or et l'argent ne peuvent être utilisés dans la mesure où la *Chari'a* les considère comme des devises et non comme des matières premières.

Les *Mourabaha* peuvent être structurées de façon similaire à un crédit syndiqué.

Il est également possible de reproduire l'équivalent d'un crédit renouvelable au moyen d'une série de transactions de *revolving Mourabaha* et d'un mécanisme de compensation. Dans ce cas de figure, le client prend possession de l'actif au début de l'opération, le revend pour se procurer les liquidités nécessaires, puis réalise à nouveau cette même opération à la date de paiement du prix de vente de l'actif, l'objectif étant que le prix payé par le client à chaque échéance représente une somme plus importante que le prix de vente de la transaction suivante. Ce résultat est essentiellement atteint au moyen d'un mécanisme de compensation.



❶ La banque identifie et paie les matières premières (ex. : au comptant pour un prix [x])

❷ La propriété des matières premières est transmise à la banque (écriture comptable)

❸ La transaction de *Mourabaha* intervient sous forme de vente avec paiement différé [prix d'acquisition [x] + LIBOR + marge]

❹ Le client soit (re)donne mandat à la banque pour (re)vendre au comptant les matières premières sur le marché soit les revend lui-même

❺ Mise à disposition des liquidités (décaissement par la banque au titre de l'opération de revente 4).



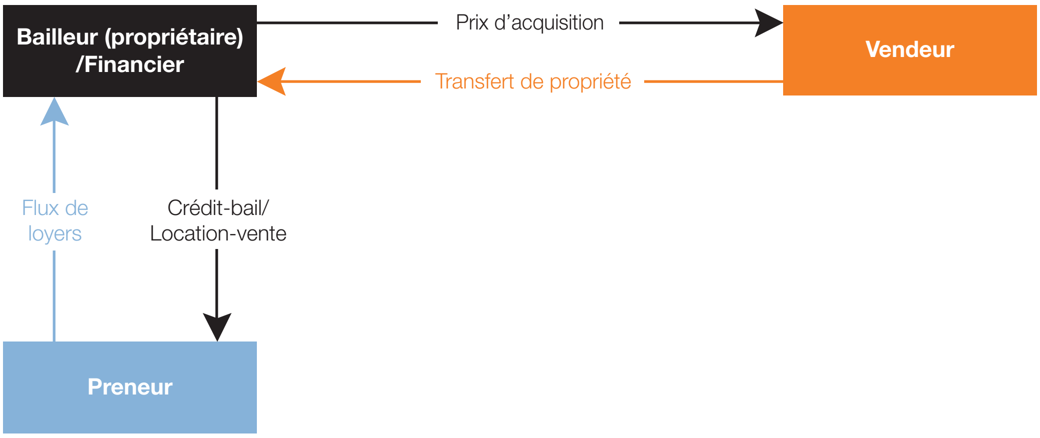
Les techniques de financement islamiques

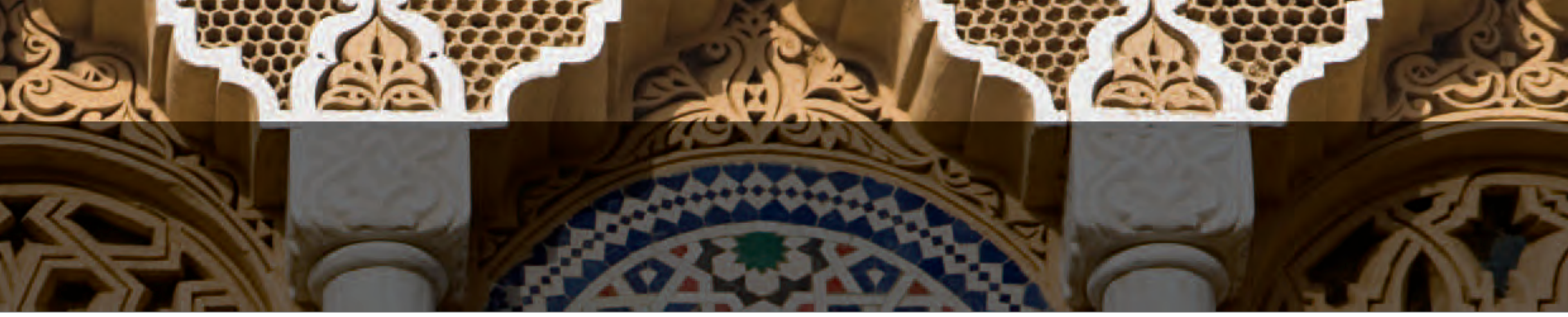
L'*Ijara* (crédit-bail / location-vente)

L'*ijara* est une forme de crédit-bail ou, le cas échéant, de location-vente conforme à la *Chari'a* qui peut être utilisée pour financer toutes sortes d'actifs mobiliers ou immobiliers ainsi que pour le financement de projets d'infrastructures de longue durée. Comme dans la *Mourabaha*, le financier acquiert la propriété d'un actif. Il ne revend cependant pas cet actif au client, mais lui donne en location, en contrepartie du versement de loyers.

L'*ijara* peut être utilisée seule ou en combinaison avec un ou plusieurs autres contrats, afin de mettre en place des structures de crédit-bail ou de location-vente plus élaborées (voir section financement de projet ci-dessous).

Contrairement à un crédit-bail conventionnel, le financier islamique est contraint d'assumer une partie des risques commerciaux associés à la location. Pendant toute la durée de l'opération, le financier doit notamment assurer l'actif, s'acquitter des impôts et taxes liés à la détention de la propriété de l'actif et se charger de sa maintenance. En pratique, ces obligations seront souvent prises en charge par le client lui-même, qui agit alors en qualité de mandataire, en contrepartie d'une rémunération prise en compte dans le calcul du montant du loyer.

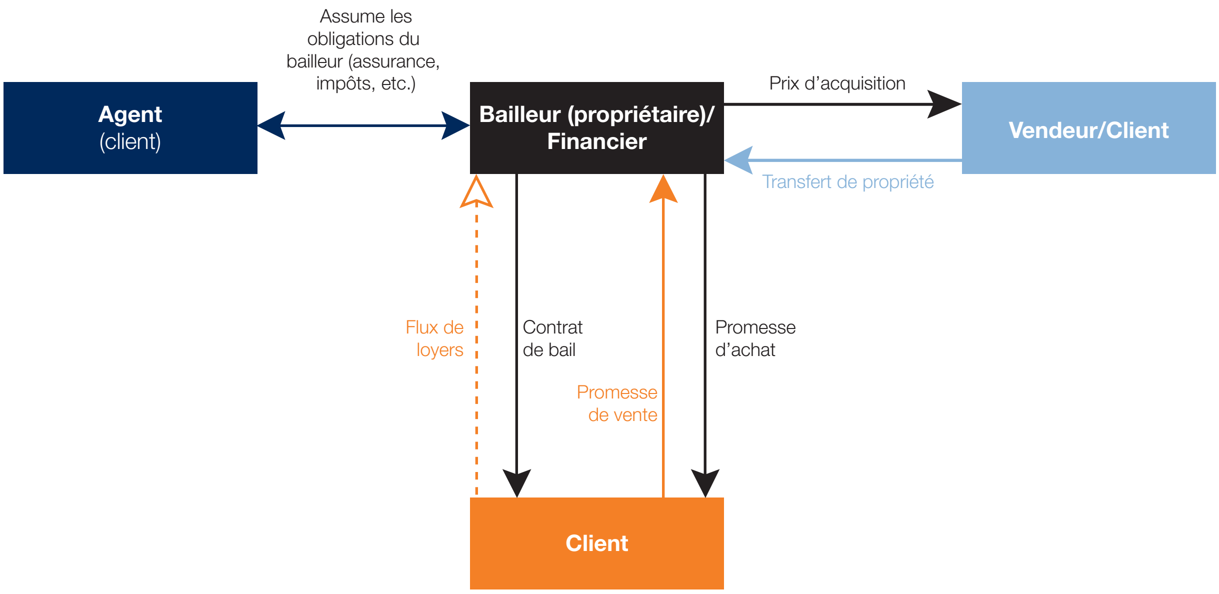




L'*Ijara Wa-Iktina'a*

Cette technique est basée sur la structure ijara décrite ci-dessus. Dans le schéma de *l'ijara wa-iktina'a* cependant, le preneur, à expiration de la période de location, acquiert automatiquement la propriété de l'actif.

Le droit d'acquérir l'actif repose sur un schéma de promesses d'achat et de vente. La faculté de lever une promesse est un élément clé du crédit-bail et de la location-vente compatibles avec la *Chari'a*. Bien que la promesse de vente soit discrétionnaire, la forme de l'amortissement est telle, que le preneur a, *in fine*, un intérêt économique très fort à acquérir l'actif. Du point de vue du financier, dans un scénario dégradé, la promesse d'achat est la garantie d'une sortie du financement pour la banque. En effet, l'exercice cette promesse peut être nécessaire en cas de défaut du preneur et, en pratique, oblige ce dernier à acquérir l'actif. C'est uniquement dans l'hypothèse où le preneur ne respecte pas la promesse d'achat que le financier peut reprendre possession de l'actif et, le cas échéant, le vendre à un tiers.

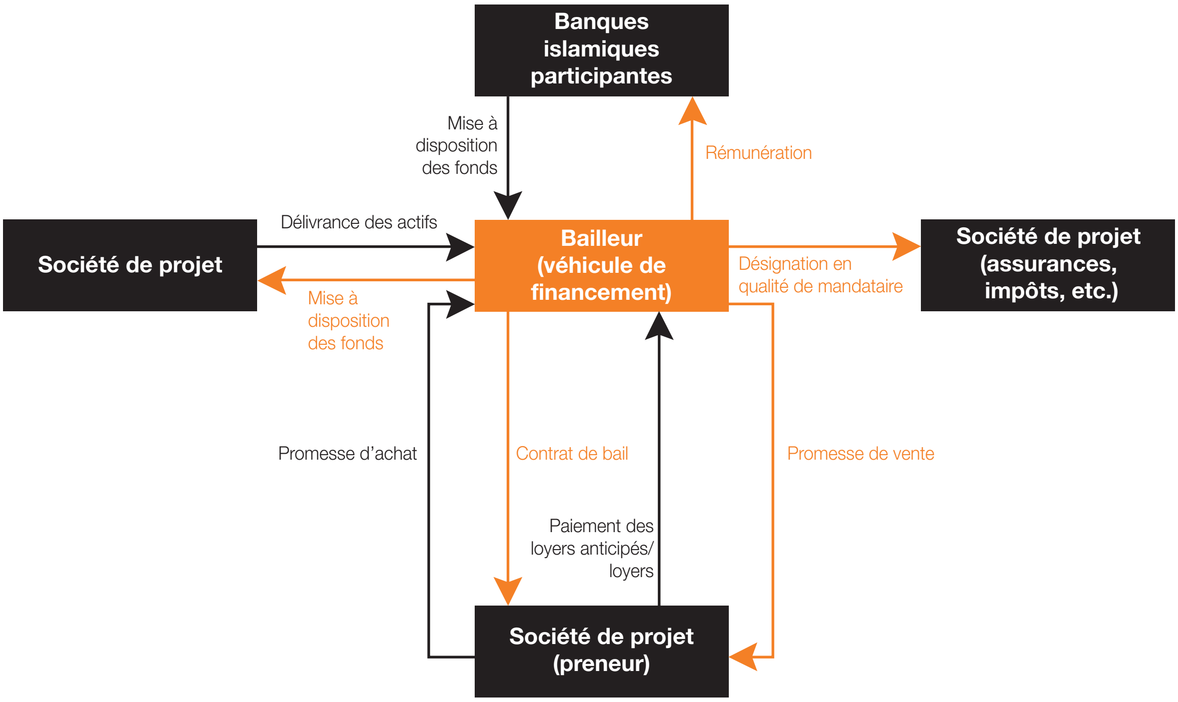


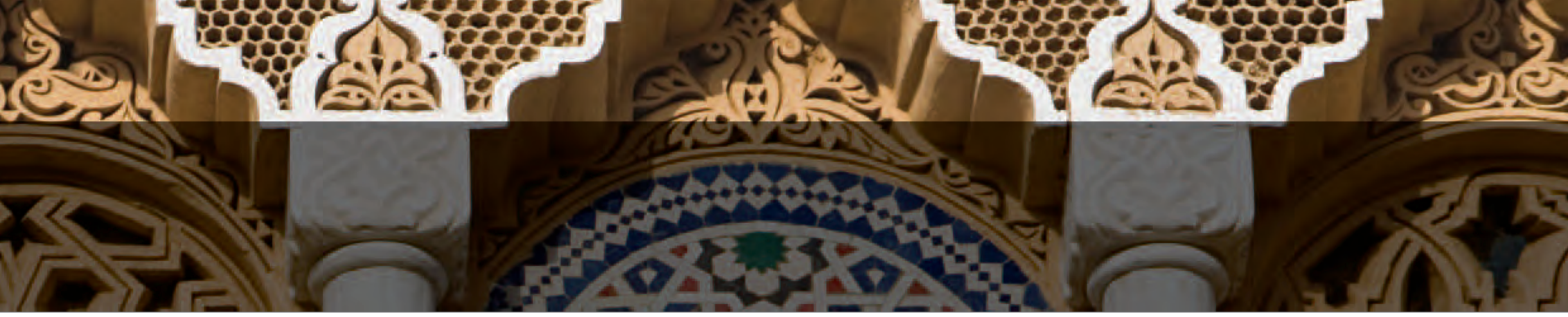


Les techniques de financement islamiques

L'*Ijara Mawsufah Fi Al Dhimmah*

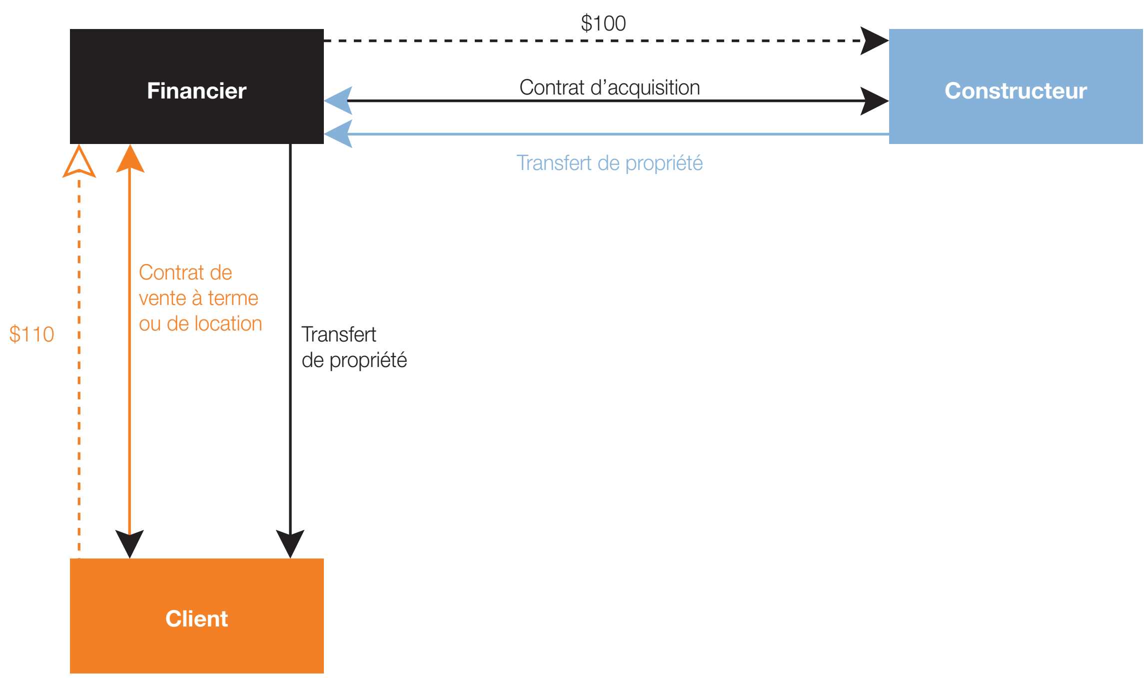
Des structures de crédit-bail anticipé (*forward lease*) peuvent également être mises en place dans les opérations où il n'y a que peu ou pas d'actifs susceptibles d'être immédiatement utilisés dans le cadre du financement (phase de construction des actifs). Cette technique permet aux financiers d'être rémunérés (par le versement de loyers anticipés) avant même qu'un actif ne soit disponible à la location au titre d'un crédit-bail ou d'une location-vente. Les financiers islamiques ont donc la possibilité de participer au financement ou au développement de projets leur fournissant une rémunération pendant la période de construction. Les loyers anticipés sont pris en compte lors du calcul du montant des loyers perçus pendant la phase de location. Techniquement, ces paiements doivent être remboursés si le bailleur ne met pas les actifs à la disposition de son client au jour de l'achèvement de la construction.





L'*Istisna'a*
Cette technique est le plus souvent utilisée pour le financement de projets de construction ou de développement d'actifs importants. La banque finance directement la construction et obtient le titre de propriété de l'actif lors de l'achèvement de la construction. Contrairement au *bai al salam* (décrit ci-dessous), cette opération ne nécessite ni le paiement intégral du prix, ni la détermination précise de la date de livraison. Généralement, le financier vend à terme l'actif à la société sollicitant le financement ou le lui loue dans le cadre d'une *ijara*. La combinaison de l'*istisna'a* et de l'*ijara* permet aux banques de financer la période de construction, moyennant le paiement de loyers anticipés par la société du projet (structure de *forward lease*) décrite ci-dessus.

Cette technique représente une exception à l'une des règles fondamentales de la finance islamique rappelée précédemment (certitude contractuelle) qui exige en principe que l'objet d'un contrat existe au moment de la signature. Toutefois, elle est justifiée par le fait qu'elle permet de financer la construction, sur la base de spécifications détaillées sur l'actif à livrer dans le futur.

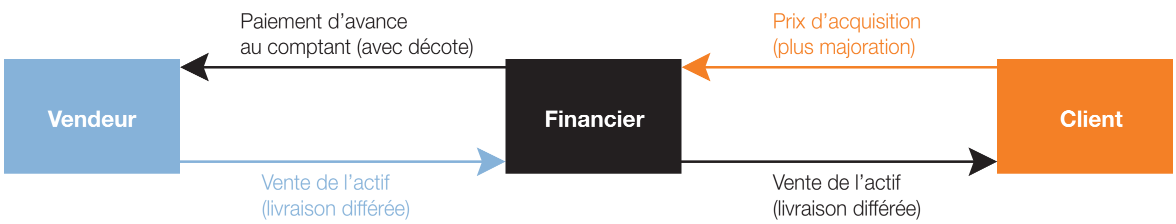


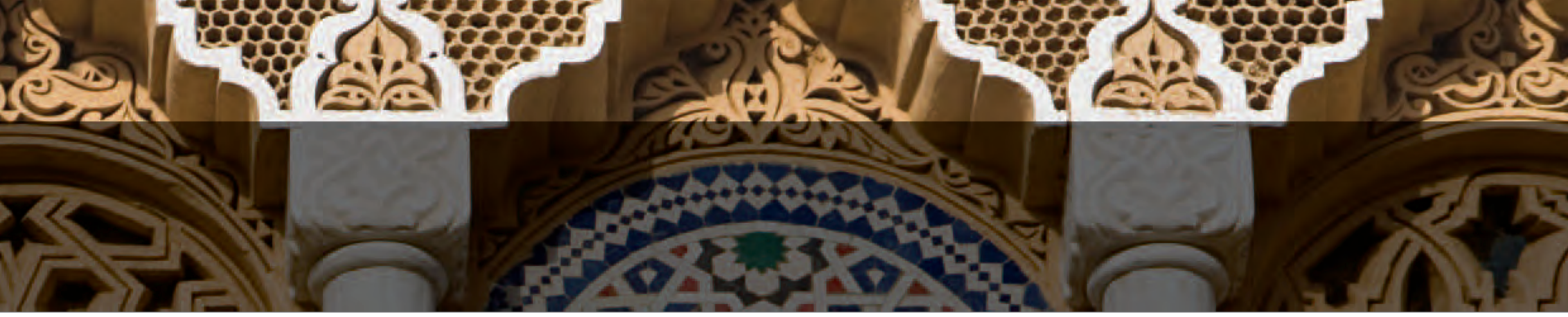
Les techniques de financement islamiques

Le *Bai al Salam*

Cette technique consiste à payer à l'avance des biens prédéterminés. Elle peut, par exemple, être utilisée pour financer les besoins en trésorerie d'une société. Le financier paie ainsi l'intégralité du prix de l'actif à l'avance, pour une date de livraison différée. Afin que cette technique soit conforme à la *Chari'a*, le paiement intégral de l'actif doit être effectué dès la signature du contrat et la date de livraison doit être clairement déterminée.

Un paiement intégral anticipé permet souvent au financier de faire l'acquisition de l'actif à un prix réduit. Le prix est calculé sur la base d'un indice de référence (tel que le LIBOR) auquel s'ajoute une marge. Au moment de la livraison, le financier peut ainsi vendre l'actif à son client pour un prix plus élevé ou conclure en parallèle un contrat *bai al salam* avec un tiers (aux termes d'un contrat distinct) afin de revendre l'actif à un prix supérieur.



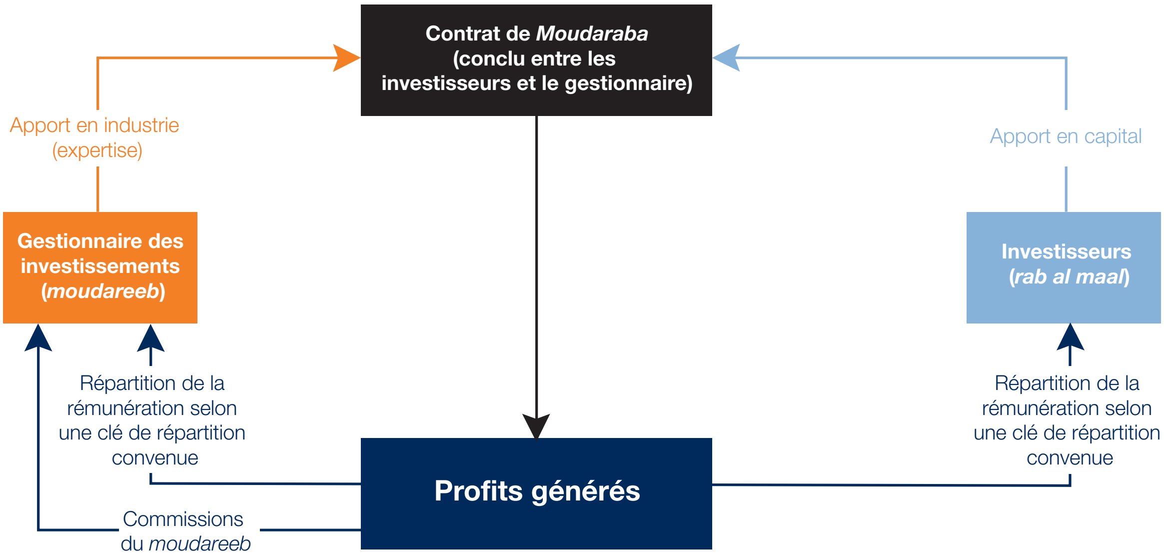


Les techniques de financements participatifs

Ces techniques reposent sur l'hypothèse d'une prise de risque commercial par le financier. Il s'agit classiquement d'hypothèses où le financier et son client s'engagent ensemble dans un projet dont ils partagent les pertes et les profits.

La *Moudaraba*

Dans le cadre d'un contrat de *Moudaraba*, les investisseurs (*rab al maal*) confient leurs fonds à un gérant (*moudareeb*), chargé du placement de ces fonds. Le *moudareeb* et le *rab al maal* conviennent contractuellement des termes et conditions de la mission confiée au *moudareeb*. En pratique, aux termes d'un contrat de *Moudaraba*, le *moudareeb* acquiert la qualité d'associé du *rab al maal* et gère ses fonds en son nom et pour son compte. Les fonds sont alors investis dans des transactions conformes à la *Chari'a* et les profits générés sont partagés et distribués entre les investisseurs, suivant une répartition convenue dès la signature du contrat. Cette technique est également utilisée pour mettre en place d'autres structures de financement islamique syndiqué.



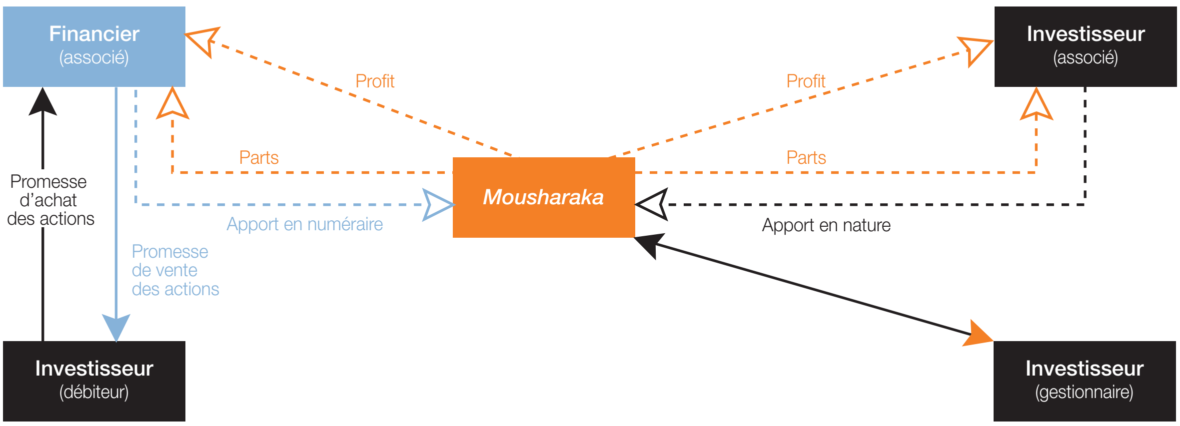
Les techniques de financement islamiques

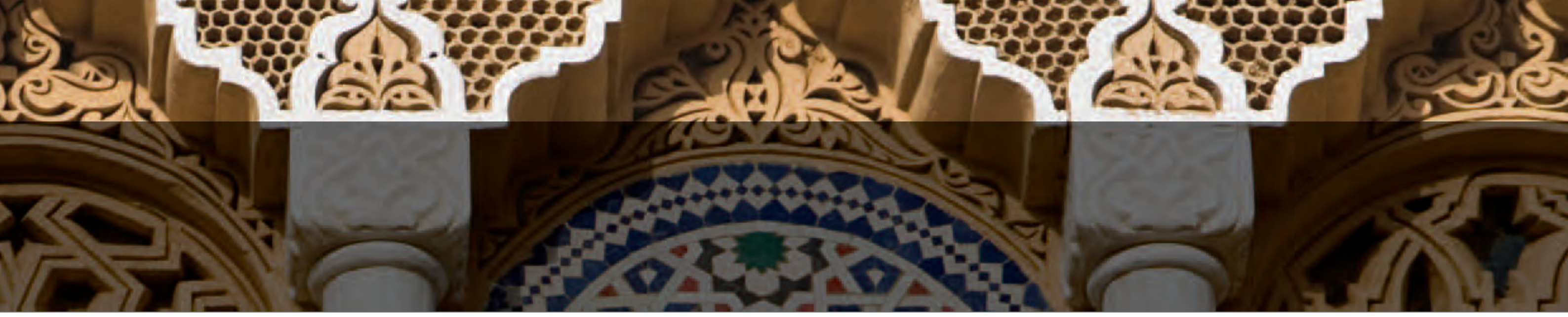
La *Mousharaka*
Cette technique peut être décrite comme l'équivalent d'un contrat de partenariat ou de joint-venture, selon les modalités de la forme de *Mousharaka* utilisée. Le financier et l'investisseur concluent ensemble un accord (il s'agit de la *Mousharaka* à proprement parler), aux termes duquel ils conviennent de contribuer chacun à la *Mousharaka*, en vue de générer un retour sur investissement ou de développer un projet, qui génèrera des bénéfices et permettra ainsi la rémunération des parties. Les contributions peuvent revêtir diverses formes et l'une des parties peut être désignée pour assurer la gestion de la *Mousharaka*. Les associés doivent également convenir clairement dès le départ des modalités de répartition des bénéfices et, le cas échéant, des pertes subies.

Les *Mousharaka* peuvent être structurées de diverses manières. Certaines structures prévoient un *business plan* relativement simple, tandis que d'autres peuvent aller jusqu'à envisager la location de la participation de l'un des associés à l'autre.

Lorsque la *Mousharaka* est conçue comme un produit à revenu fixe, le financier prévoit qu'une promesse d'achat lui soit consentie afin de lui permettre, lors de la survenance de certains évènements, de vendre ses parts à un tiers à un prix au moins égal au montant qui lui est dû à cette date. Jusqu'à la fin de l'année 2007, dans la grande majorité des transactions basées sur des *Mousharaka*, il était courant pour un investisseur associé d'agir en qualité de garant au titre de la promesse d'achat.

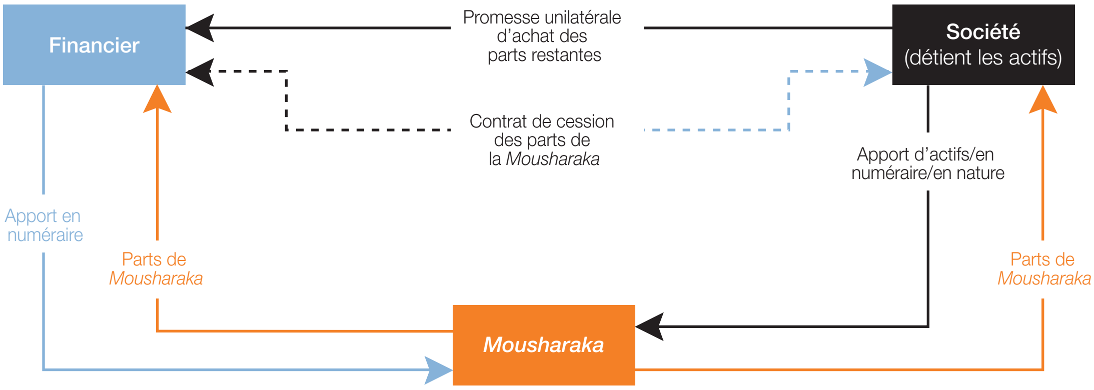
La compatibilité de telles structures au regard de la *Chari'a* a été remise en question, de telle sorte qu'il est actuellement de plus en plus rare d'avoir recours à une promesse d'achat dans le cadre d'une transaction basée sur une *Mousharaka*. Pour connaître les détails d'une structure alternative viable, voir ci-après la section Applications pratiques de la finance islamique : quelques transactions innovantes – Villamar@the Harbour.





La *Mousharaka* décroissante

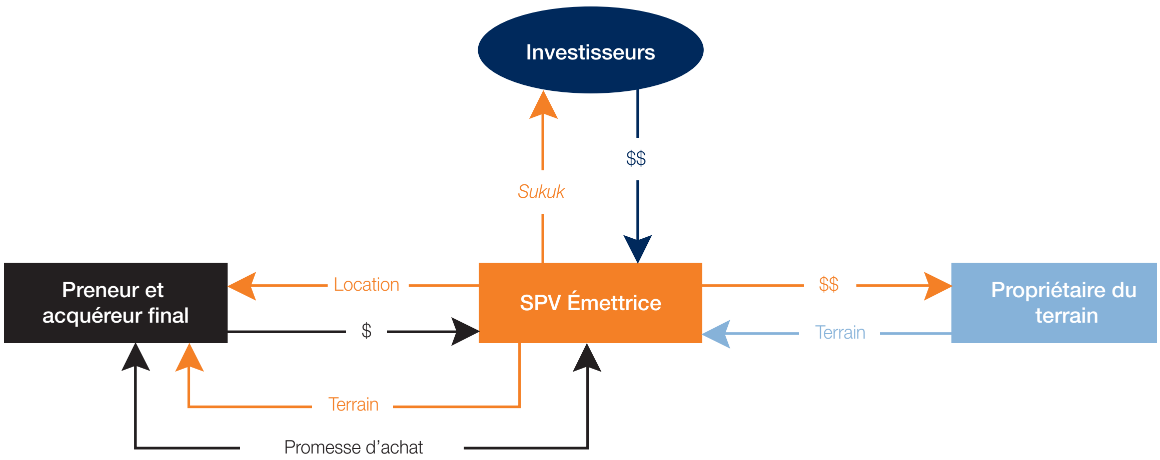
La *Mousharaka* décroissante est une variante de la *Mousharaka*. Il s'agit d'une technique aux termes de laquelle la participation du financier (sa contribution initiale dans la *Mousharaka*) diminue au fur et à mesure que sa participation dans la *Mousharaka* est transférée à la société et que son investissement initial est remboursé, ainsi que la rémunération éventuelle y afférente.

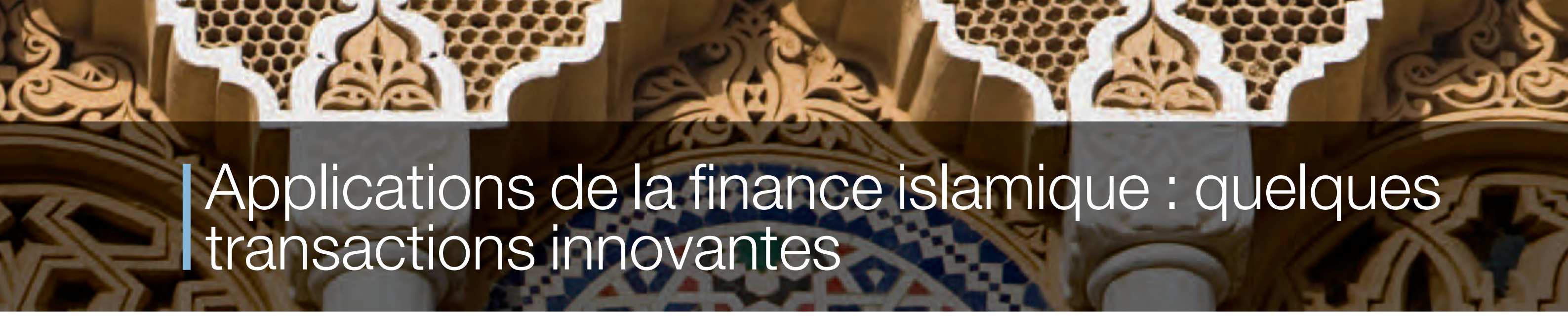


Les *Sukuk*

Les *sukuk* sont des instruments financiers permettant de fournir aux sociétés un accès aux marchés de capitaux. Ces instruments sont souvent décrits comme l'équivalent d'une émission d'obligations conforme à la *Chari'a* prenant la forme de certificats d'investissement représentant une participation des porteurs de *sukuk* proportionnelle dans la détention de la propriété de l'actif tangible sous-jacent. Ces instruments sont structurés de sorte à pouvoir être cotés sur les marchés financiers. En pratique, ils sont utilisés en complément d'autres techniques financières conformes à la *Chari'a* (telles que la *Mousharaka* ou l'*istisna'a*) afin d'obtenir une rémunération basée sur la performance des actifs sous-jacents financés. Un schéma simplifié d'une structure de *sukuk-al-ijara* figure ci-dessous.

Bien que certains *scholars* de tout premier plan aient fait publiquement part de leurs doutes concernant la conformité avec la *Chari'a* de certains *sukuk* récemment émis (ces interrogations sont en partie liées aux problématiques dans les *Mousharaka* de promesses d'achat décrites ci-dessus), les *sukuk* continuent d'être utilisés pour financer des transactions ou refinancer des opérations existantes.





Applications de la finance islamique : quelques transactions innovantes

L'étude des trois exemples qui suivent présente une sélection des opérations qui ont permis au Groupe Finance Islamique Monde d'Herbert Smith d'utiliser certaines des techniques décrites précédemment, souvent dans le cadre de transactions particulièrement innovantes.

A Paris : financement de projet intégrant une tranche islamique : une première dans une juridiction civiliste

Le bureau de Paris de Herbert Smith (en coopération avec le bureau de Dubaï) a récemment conseillé deux banques (dont une banque islamique) dans le cadre de l'un des tous premiers financements de projet intégrant une tranche islamique dans un pays doté d'un système juridique civiliste.

Traditionnellement, un financement de projet financé par une banque islamique et une banque conventionnelle (financement multisource) est mis en place selon les modalités suivantes :

Phase 1 : l'*Istisna'a* (contrat d'entreprise)
Au titre de ce contrat, la banque islamique va effectuer des paiements successifs au profit de la société du projet (SPV) afin de permettre à cette dernière de procéder à la construction de l'actif du projet (une usine de dessalement d'eau de mer, une centrale électrique, etc.). Une fois la construction de l'actif achevée, la SPV transfère la propriété de l'actif au profit de la banque islamique.

Phase 2 : l'*Ijara* (contrat de location-vente)
Les principales caractéristiques de ce contrat conclu entre le financier islamique (en qualité de bailleur) et la SPV (preneur) sont les suivantes :

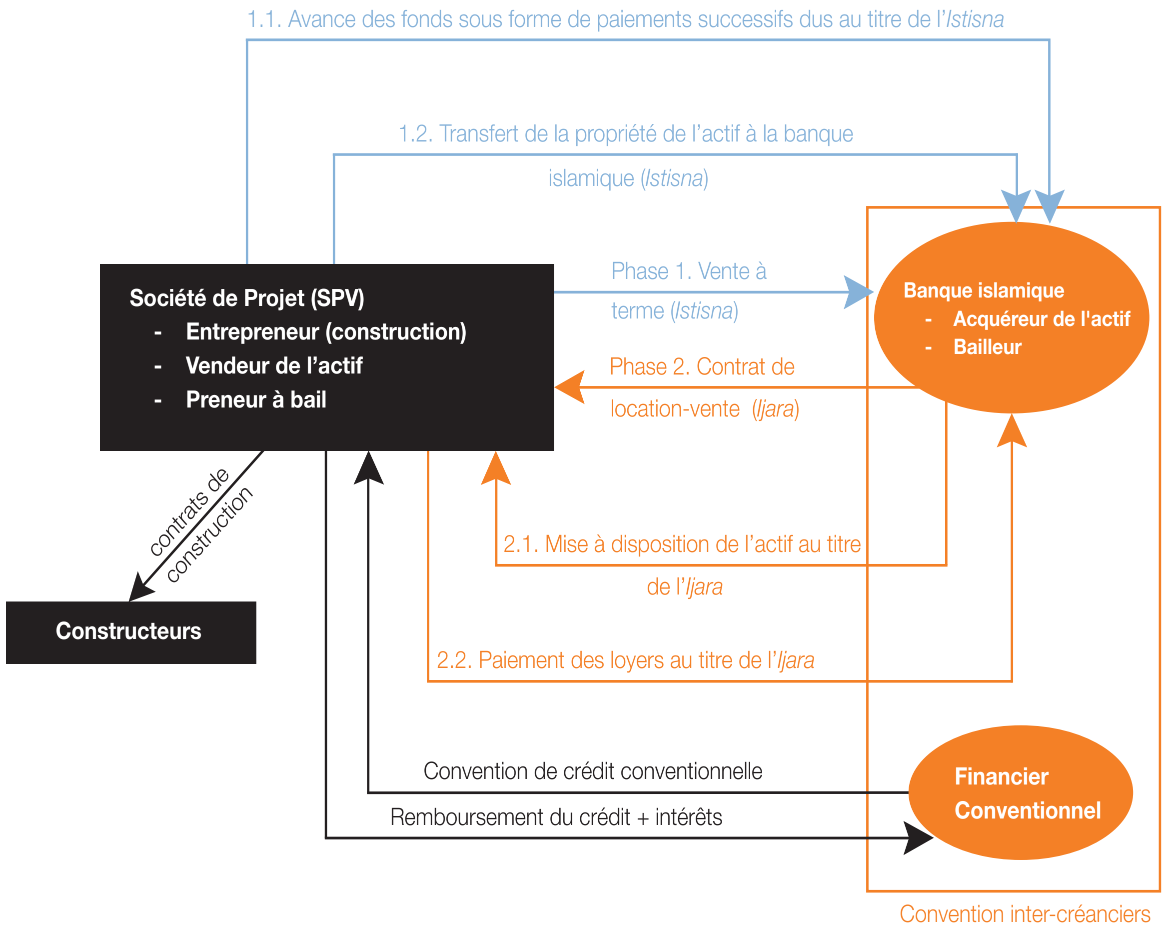
- versement de loyers par la SPV au cours de la période de jouissance (possibilité de payer des loyers d'avance pendant la période de construction) ;
- engagement du financier islamique propriétaire de l'actif considéré de transférer la propriété de l'actif à l'issue de la période de location ; et
- engagement du client d'acquérir l'actif à cette date.

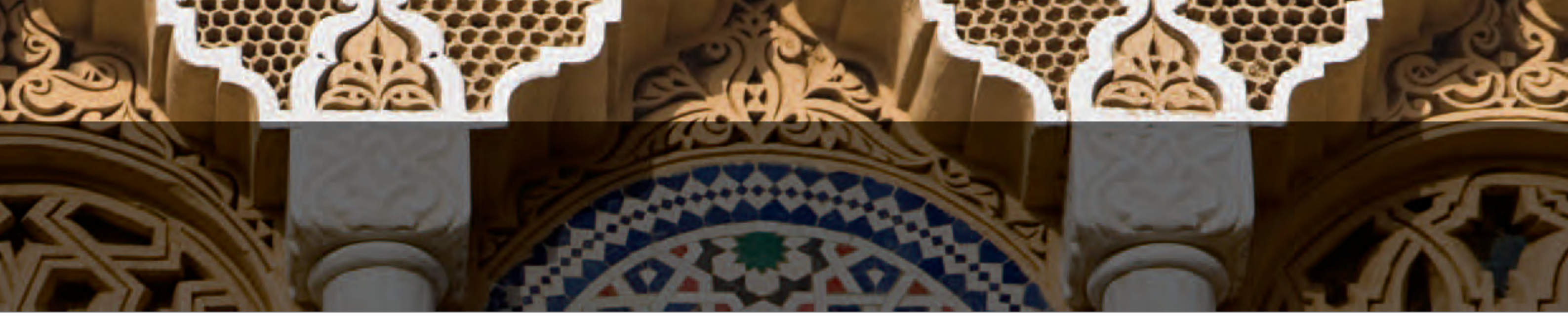
L'*Ijara* est qualifiée de location-vente (et non de crédit-bail) en raison des promesses croisées d'achat et de vente consenties respectivement par la banque islamique et la SPV.

Selon cette modalité de la location-vente, la banque islamique est assurée que la propriété de l'actif est transférée automatiquement en fin de contrat au locataire (contrairement au crédit-bail aux termes duquel la banque prend le risque de conserver le bien si le locataire n'exerce pas l'option d'achat).

Sans entrer dans le détail de toutes les problématiques résultant d'une telle structure, il est important de tenir compte des frottements fiscaux générés par la tranche islamique dans le cadre d'un tel financement (deux, voire trois droits de mutation pourraient être applicables, questions afférentes à la déductibilité des sommes versées par la SPV, etc.). Des instructions fiscales portant sur l'*Istisna'a* et l'*Ijara* sont actuellement en cours d'étude en France pour atténuer l'impact fiscal négatif sur des financements basés sur une structure *Istisna'a / Ijara*.

Schéma contractuel simplifié d'un financement de projet intégrant une tranche islamique





A Dubaï : Villamar@theHarbour – La première émission de sukuk sans recours

Le bureau de Dubaï a récemment agi en qualité de conseil international dans le cadre du premier financement islamique de *sukuk* sans recours dans la région MENA et le premier financement de ce type dans le cadre d'un projet de développement immobilier.

Les certificats de *sukuk-al-Mousharaka* émis par Villamar Sukuk Company Limited (société immatriculée aux Iles Caïman) d'une valeur de 190 millions de dollars ont été admis à la cote de la "*Official List of Securities on the Dubai International Financial Exchange*" (aujourd'hui "Nasdaq Dubai").

Bien que reposant sur un schéma de *sukuk-al-Mousharaka*, la structure n'inclut pas comme il était d'usage dans le marché une promesse d'achat mais repose sur les principes du financement de projet sans recours. La structure de l'émission représente une étape importante dans le développement du marché des *sukuk* dans la mesure où cette structure permet leur utilisation dans des secteurs nécessitant des lourds investissements incluant des actifs tangibles tels que l'immobilier, les infrastructures ou l'énergie.

Dans le cadre de cette émission, l'équipe a structuré et mené à son terme ce *sukuk* en utilisant les principes de la *Mousharaka* et en tenant compte des critiques soulevées par l'AAOIFI en 2008. L'AAOIFI s'inquiétait en effet de la manière dont les récentes émissions de *sukuk* avaient été structurées par l'utilisation des principes de la *Mousharaka*.

Selon elle, près des trois quarts des émissions de *sukuk* basées sur une *Mousharaka* n'étaient pas conformes avec la *Chari'a*. L'opération mise en place dans le cadre du projet Villamar propose par conséquent des techniques financières alternatives complexes intégrant selon un schéma inédit un financement sans recours dans le cadre d'un *sukuk*.

Cette transaction fournit ainsi une nouvelle structure permettant de faire appel au marché de capitaux islamique afin de profiter de la forte demande de développement de projets d'infrastructures, en particulier dans la région MENA. La structure mise en place dans le projet Villamar fournit à cet égard un précédent très utile.

Applications de la finance islamique : quelques transactions innovantes

A Londres : les premières séries de financement par LBO conformes à la *Chari'a* au Royaume-Uni

Herbert Smith a récemment mis en place les premières séries de financements par effet de levier ou *leveraged buyouts* (LBO) compatibles avec la *Chari'a*.

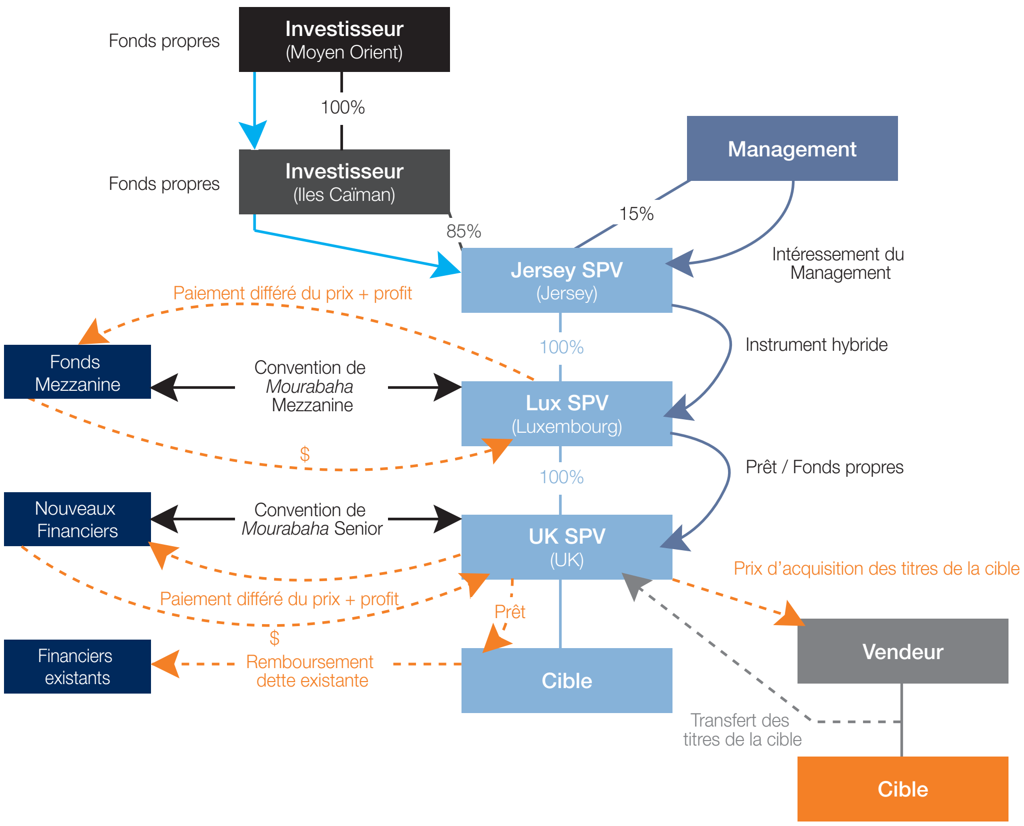
Le Groupe Finance Islamique Monde a ainsi conseillé les prêteurs senior et mezzanine dans le cadre de l'acquisition par Seera Bank de BWA Water Additives, une société leader dans les solutions de traitement des eaux. Cette transaction impliquait la mise en place de financements senior et mezzanine au titre de différentes *Mourabaha* sur matières premières. Les financements senior comprenaient quatre tranches et un crédit d'exploitation classique dans un financement avec effet de levier conventionnel, mais structurés de manière à être conformes aux exigences de la *Chari'a*.

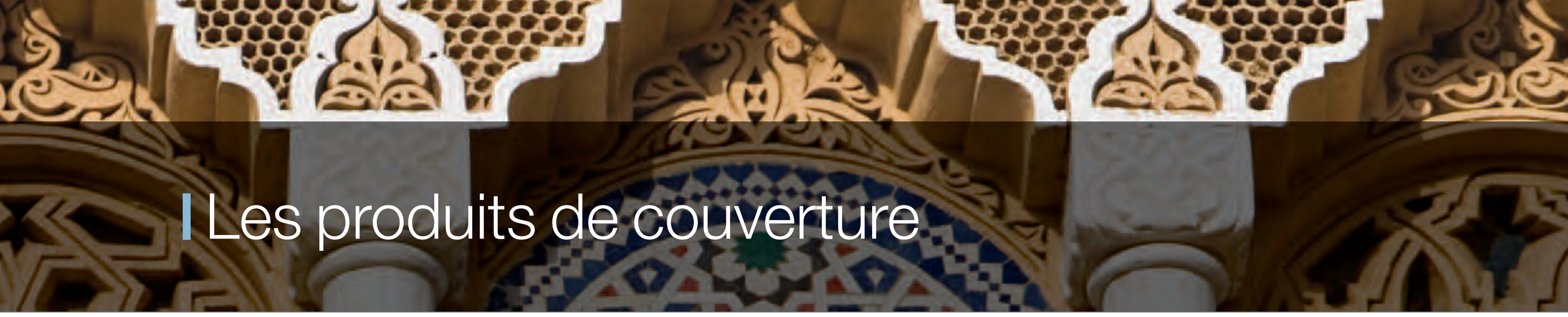
La convention intercréanciers a soulevé de nombreuses problématiques au regard de la compatibilité par rapport à la *Chari'a* qui ont nécessité des solutions innovantes, notamment en ce qui concerne la subordination de la dette mezzanine à la dette senior.

Un montage similaire, basé sur une structure de *Mourabaha*, a été utilisé dans le cadre des LBO sur Downhole Products par Arcapita, Inc et Motherwell Bridge par Kuwait Finance House, dont les prêteurs senior ont également été conseillés par notre Groupe Finance Islamique Monde.

L'utilisation des financements *Mourabaha* dans le cadre de financements avec effet de levier est un phénomène nouveau au Royaume-Uni, et dont on peut sans doute prédire un développement prochain en France. Les trois financements par levier mentionnés ci-dessus sont particulièrement innovants en ce qu'ils ont impliqué des financements compatibles avec la *Chari'a* mis en place par des banques anglaises en vue de l'acquisition de sociétés cibles anglaises.

Ces transactions révèlent qu'un grand nombre d'investisseurs islamiques sont de plus en plus intéressés par l'acquisition de sociétés ou d'actifs européens et sont également disposés à faire appel au marché de la dette locale. Les banques européennes recherchent, en ce qui les concerne, à mettre en place des transactions attractives pour les banques et investisseurs islamiques, qui disposent actuellement de réserves de liquidités plus importantes que les acteurs européens.





Les produits de couverture

Propos général

Les produits de couverture conventionnels ainsi que les autres transactions basées sur des produits dérivés soulèvent de sérieuses problématiques de conformité à la *Chari'a*, notamment en raison des restrictions liées à l'aléa et à la spéculation décrites dans la première partie du présent guide (*gharar* et *maisir*). En matière de produit de couverture, l'interprétation et l'application de la *Chari'a* varient fortement selon les *scholars* et les institutions financières. Cependant, un début de consensus semble émerger lorsque la transaction s'apparente plus à une gestion prudente du risque qu'à de la spéculation ; il est alors de plus en plus courant de considérer que la transaction respecte les principes de la *Chari'a*.

L'augmentation de la demande et l'innovation constante en la matière ont conduit au développement de *swaps* compatibles avec la *Chari'a*, qu'ils soient des *swaps* de devises ou des *swaps* sur profit ou rendement. Le Marché Financier Islamique International (*International Islamic Financial Market*, IIFM) ainsi que l'Association Internationale des *Swaps* et Dérivés (*International Swaps and Derivative Association* ou ISDA) travaillent actuellement sur la publication d'un modèle d'accord standard pour les produits de couverture islamiques.

Cet accord standard a pour objectif de mettre en place un accord cadre permettant aux parties d'effectuer différentes opérations de couverture de façon assez similaire au rôle joué par l'ISDA *Master Agreement* qui régit les produits dérivés conventionnels. Une première version de l'équivalent islamique est attendue très prochainement.

Swap de taux de profit

Dans un *swap* de taux d'intérêt conventionnel, les échanges des contreparties consistent en une série de flux financiers calculés à partir d'un montant de référence (par exemple égal au montant de principal dû au titre d'un concours). Une partie paie un taux fixe et la seconde un taux variable (comme le LIBOR). Ainsi, cela permet à la contrepartie qui paie un taux fixe de minimiser le risque d'augmentation du taux.

La structure et la documentation des *swaps* de taux de profit conformes à la *Chari'a* varient aujourd'hui considérablement sur le marché. Typiquement, un *swap* implique que des contreparties échangent des flux de trésorerie générés par des financements d'actifs. Les paiements de taux fixe peuvent être générés par une transaction basée sur une *Mourabaha* sur matière première de manière classique. S'agissant des paiements de taux variables, ils peuvent résulter d'une *Mourabaha* sur matière première renouvelable. Les paiements représentent dans ce cadre du profit plus que des intérêts dans la mesure où le but de la transaction demeure de la gestion de risque plutôt que de la spéculation. Les séries d'échanges adossées et basées sur une *mourahaba* renouvelable fournissent une transparence et une sécurité contractuelle permettant de connaître les montants à payer lors de chaque transaction. Les paiements dus par chacune des parties à chaque date de paiement sont compensés les uns par rapport aux autres d'une manière identique à un *swap* conventionnel.

Les fonds d'investissement conformes à la *Chari'a*

Vue d'ensemble

La structure même du fonds d'investissement islamique doit être conforme à la *Chari'a*. Cela implique que les objectifs d'investissement doivent être eux-mêmes compatibles avec les principes de la *Chari'a* (l'investissement *stricto sensu*, les critères d'investissement sous-jacents ainsi que les termes et conditions de ces investissements et le traitement des investisseurs). Chacun de ces points est abordé ci-dessous.

La structure du fonds

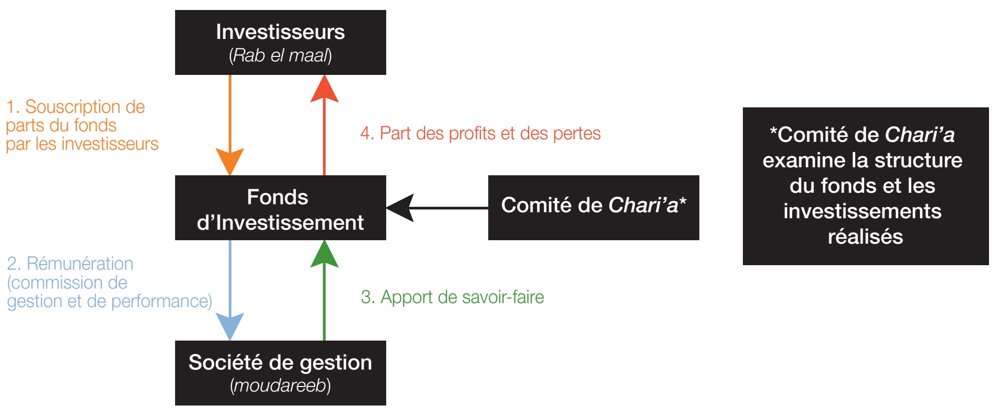
En vue de mettre en place un fonds d'investissement islamique, il est indispensable de s'assurer que la structure, la gestion et les investissements réalisés par ce fonds sont eux-mêmes compatibles avec la *Chari'a*. Ainsi, un fonds d'investissement conforme à la *Chari'a* doit être mis en place et géré soit sur la base d'une *Moudaraba* (décrite précédemment), soit dans le cadre d'un accord de *wakala* (également décrit ci-dessous).

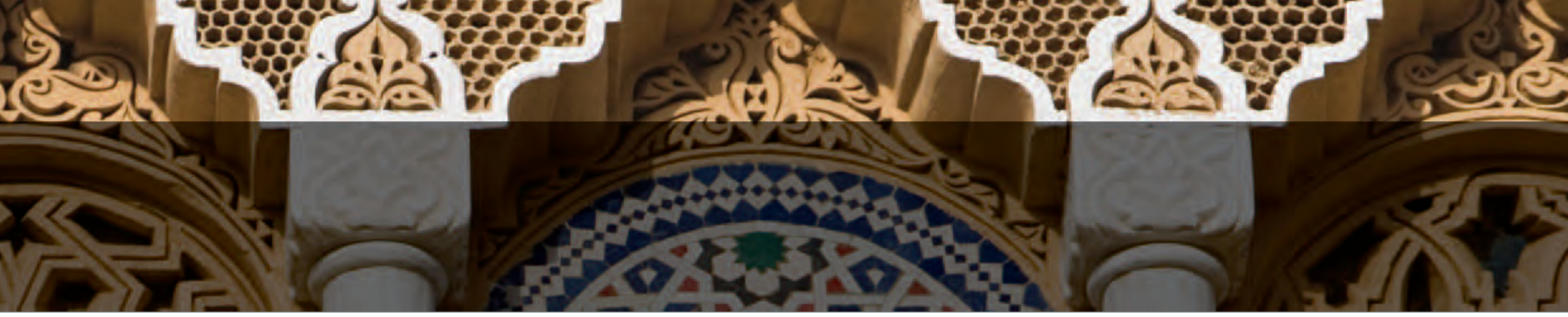
Dans le cadre d'un accord de *wakala* (contrat de mandat), la personne ou l'entité chargée de réaliser les investissements (le *wakil*) agit en qualité de mandataire pour le compte du fonds d'investissement et, indirectement, des investisseurs. Comme dans le cadre d'une *Moudaraba*, le *wakil* investit les fonds de l'investisseur pour le compte de ce dernier. Le *wakil* peut alors être rémunéré sur la base d'honoraires fixes ou selon un montant indexé sur les performances des fonds investis, ou bien également selon un système alliant ces deux modalités de rémunération.

Le contrat de gestion d'actifs, qu'il soit conclu sous la forme d'une *wakala* ou d'une *Moudaraba*, doit en principe faire mention de l'obligation du gestionnaire d'exécuter ses fonctions en faisant preuve de précautions commerciales raisonnables. Le gestionnaire doit également et à tout moment agir dans l'intérêt du fonds qu'il représente.

Dans le cadre de l'organisation de la structure d'un fonds d'investissement conforme à la *Chari'a*, un comité de conformité est en principe désigné. La réputation des *scholars* joue un rôle prépondérant dans le choix de leur désignation. Par exemple, les investisseurs d'une certaine région peuvent être plus enclins à investir dans un fonds dont ils connaissent les membres du comité de conformité. De même, en raison de la possible divergence entre les opinions des *scholars* à un niveau régional, et parfois même international, il n'est pas inhabituel de désigner, au sein d'un comité, des *scholars* dont les opinions relatives à l'investissement visé sont connues, ou dont l'influence sur le marché ciblé est importante.

Le travail du comité de conformité de la *Chari'a* consiste principalement à vérifier et à analyser la structure du fonds et le rôle du gestionnaire d'actifs, mais également à procéder à l'examen des documents du fonds et des termes et conditions du prospectus, ainsi qu'à la détermination des critères d'investissement appropriés. Le rôle des *scholars* peut les conduire à émettre des *fatwas*, donner des conseils sur la purification des profits jugés *haram*, examiner les investissements, rédiger le rapport annuel des aspects *Chari'a* ou encore préparer des comptes-rendus destinés aux investisseurs.





Les objectifs d’investissement et les investissements du fonds

Comme indiqué précédemment, le comité de conformité de la *Chari’a* est responsable de la définition des critères d’investissement relatifs aux investissements effectués par le fonds. En règle générale, les entreprises qui exercent leurs activités dans des secteurs *haram* ne sont pas considérées comme des investissements acceptables pour un fonds islamique. Cependant, le comité de chaque fonds d’investissement reste bien entendu libre d’émettre sa propre opinion concernant la compatibilité ou non de l’activité de telles entreprises avec les principes de la *Chari’a*.

Les termes de l’investissement et le traitement des investisseurs

Les principes de la *Chari’a* imposent l’égalité de traitement entre tous les investisseurs. Selon certains *scholars*, un traitement égal des investisseurs au sein d’un fonds d’investissement ne peut être effectif que s’il est proposé à chaque investisseur d’acquérir les mêmes catégories de parts (ce qui permet ainsi à chacun d’être titulaire des mêmes droits). Toutefois, cette analyse n’est pas universellement acceptée et certains *scholars* soutiennent que l’émission, par une même société, de plusieurs formes d’actions donnant lieu à des droits différents est conforme à la *Chari’a*. Dès lors les investisseurs, malgré l’hétérogénéité de leur portefeuille de titres, doivent être traités sur un même pied d’égalité.

Il est néanmoins acquis que chaque investisseur doit recevoir un traitement égalitaire, notamment en termes de dividendes, de retour sur investissement, de prix de souscription, de remboursement du prix de rachat et de droit de vote.

Ratios financiers

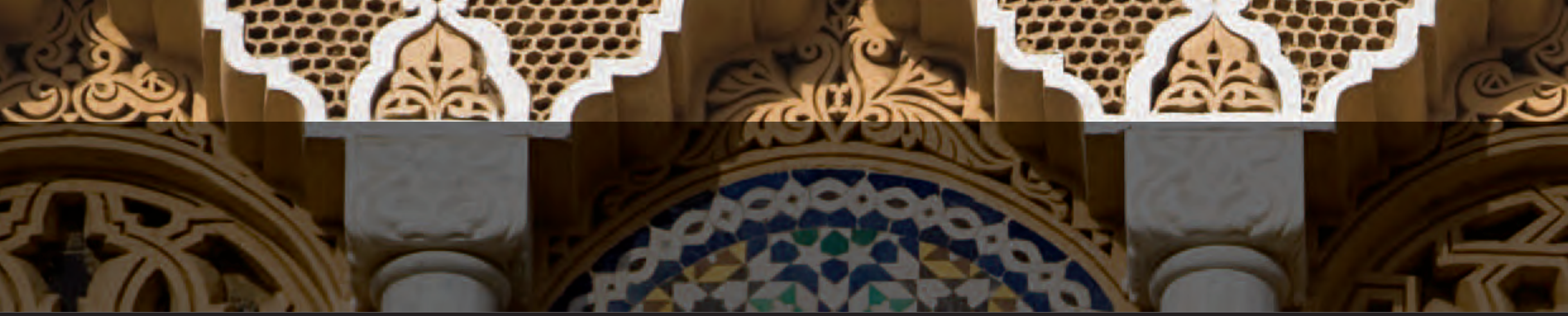
Afin de déterminer si une société objet d’un investissement est compatible avec la *Chari’a*, les *scholars* examinent les ressources financières à partir desquelles cette société tire ses revenus. Comme mentionné précédemment, les transactions génératrices d’intérêts sont prohibées par la *Chari’a*. Cependant, dans la mesure où toute société est, d’une manière ou d’une autre, endettée, il est généralement considéré qu’un certain ratio d’endettement est acceptable. Sur la base d’une pratique de marché et d’une *fatwa* contemporaine émise par le *Chari’a Board* du *Dow Jones*, il est admis que le ratio dettes/fonds propres d’une société ne peut excéder 33%.

Le principe même de l’intérêt étant *haram*, il ne devrait pas être permis qu’une société objet d’un financement islamique ou non détienne des titres susceptibles de produire des intérêts. En dépit de cela, il est généralement admis qu’une société puisse investir jusqu’à un tiers de sa valeur de marché dans des titres portant intérêts.

Il est par ailleurs acquis que les investissements portant sur des produits dérivés (opérations à terme et options) sont prohibés dans la mesure où de tels instruments comportent intrinsèquement des aspects spéculatifs et sont par conséquent considérés comme comportant un élément de *gharar*. Suivant ce même raisonnement, la vente à découvert est elle aussi incompatible avec les principes de la *Chari’a*.

Développements actuels

Une grande variété de fonds structurés islamiques se sont développés sous des formes très diverses et dans de nombreuses juridictions. Dans de nombreux cas, les fonds islamiques sont mis en place parallèlement à des fonds conventionnels préexistants, qui investissent dans une gamme plus large d’actifs. Une telle structure permet aux gestionnaires la flexibilité d’exploiter les opportunités existantes dans différents secteurs de marché. Si les investisseurs islamiques sont toujours à la recherche d’opportunités d’investissements conformes à la *Chari’a*, les structures en place tendent elles naturellement vers plus de diversification et de sophistication.



“Largement reconnu dans le domaine de la finance islamique, conseillant aussi bien sur d’importantes émissions de sukuk que sur des financements de projet d’envergure au sein du Moyen-Orient et à l’extérieur de cette région”.*

Legal 500 2008

* citation traduite de l’anglais



Le Groupe Finance Islamique Monde d'Herbert Smith

Notre groupe

Le Groupe Finance Islamique Monde d'Herbert Smith rassemble un grand nombre d'avocats spécialisés, issus du réseau mondial d'Herbert Smith. Ces derniers travaillent en étroite coopération afin de fournir une assistance juridique du plus haut niveau dans tous les domaines de la finance islamique.

Nos équipes travaillent régulièrement sur des transactions complexes et de tout premier plan, aussi bien au Moyen-Orient qu'en Europe ou en Afrique.

Herbert Smith figure parmi les principaux cabinets d'avocats internationaux dans le secteur de la finance islamique. Les membres de notre Groupe Finance Islamique Monde travaillent dans chacun de nos bureaux d'Abu Dhabi, Dubaï, Hong Kong, Singapour, Djeddah**, Londres, Moscou et Paris.

Nos équipes ont été récompensées à plusieurs reprises pour leur implication sur des transactions pionnières et continuent de travailler activement auprès des banques islamiques, institutions financières (publiques ou privées), sponsors, gouvernements et entreprises. Nos spécialistes cherchent en permanence à développer des produits et services innovants, contribuant ainsi de façon positive au renforcement et à la sophistication de la finance islamique, en veillant constamment, grâce à nos très bonnes relations avec les *scholars* les plus réputés, à se conformer à la *Chari'a*.

Nos services

- Le Groupe Finance Islamique Monde d'Herbert Smith a pris part à la mise en place et au développement d'un grand nombre de structures de financement particulièrement innovantes, notamment en matière de *sukuk* et de *mourahaba*.
- Avec l'ouverture d'un bureau à Abu Dhabi en juin 2008 et la conclusion d'un partenariat avec l'Association Professionnelle Al Ghazzawi, un des cabinets majeurs en Arabie Saoudite et en droit de la *Chari'a*, notre pratique finance islamique contribue à l'internationalisation de cette discipline en très rapide évolution.
- Nous avons en particulier conseillé la première structure islamique de financement de projet à Hong Kong et venons de conseiller les banques sur un dossier similaire en Tunisie.
- Nous avons conseillé des financiers islamiques sur des structures de financement immobilières complexes en France.
- Nous avons conseillé la Royal Bank of Scotland sur trois opérations pionnières de LBO islamiques qui démontrent l'attrait grandissant des bailleurs de fonds du Moyen-Orient pour des investissements en Europe et, de façon croissante, en Afrique du Nord et en Afrique subsaharienne.
- Nous avons également été les conseils sur la structuration du *sukuk* Villamar. Il s'agit du premier *sukuk* sans recours effectué dans la région MENA dans le cadre d'un projet de développement immobilier.
- Nos équipes figurent parmi les meilleurs spécialistes en matière de structuration de fonds d'investissement conformes à la *Chari'a*.
- Nous avons ainsi conseillé la mise en place d'importants fonds d'investissement conformes à la *Chari'a* au Moyen-Orient et en Afrique du Nord. Nous comptons notamment parmi nos clients Millenium France Corporation, Investcorp et Global Investment House. Dans ce cadre, nous avons notamment conseillé Millenium Finance Corporation dans le cadre de la mise en place du premier *hedge fund* conforme à la *Chari'a*.

** cabinet associé à Herbert Smith

Le Groupe Finance Islamique Monde d'Herbert Smith

Islamic Finance news Awards Deals of the Year 2008

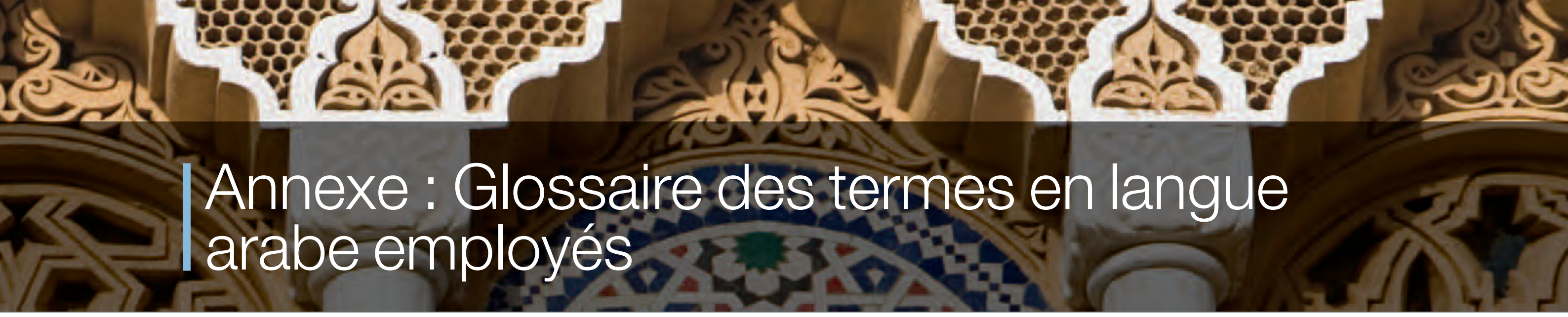
Tunisia Deal of the Year
Islamic Finance News Awards 2008

Nous avons reçu en 2008 le prix du financement tunisien de l'année, en tant que Conseil de la Banque Islamique de Développement (BID) et la Banque Européenne d'Investissement (BEI) dans le cadre du financement multi sources consenti à Tunisian Indian Fertilizers (Tifert S.A.) pour la construction d'une usine d'acide phosphorique à La Skhira, en Tunisie. Ce projet, d'un montant de 500 millions US$, a impliqué la mise en place d'une tranche islamique selon un schéma innovant, constituant certainement le premier financement mis en place en Afrique du Nord envisageant l'utilisation de structures conformes à la *Chari'a*, couplées à un financement conventionnel de grande envergure.

"Debt and Equity-linked Deal of the Year (Villamar Sukuk)"
IFLR Middle East Award 2008

"Sources appreciate that the client-oriented team 'always manages to find a trade-off that pleases both sides'"
Chambers Global 2008, chapitre France

"Herbert Smith LLP's finance practice is going from strength to strength"
Legal 500 EMEA 2008, chapitre France



Annexe : Glossaire des termes en langue arabe employés

Bai al Salam : contrat de vente prévoyant le paiement à l'avance de marchandises livrées ultérieurement. Le contrat n'est valable au regard de la *Chari'a* que si le paiement a été effectué intégralement à la date de signature du contrat et si la date de livraison ait été clairement déterminée dans le contrat.

Chari'a : la loi islamique non codifiée telle qu'extraite des sources sacrées (le *Coran* et la *Sunna*).

Coran : livre sacré de l'Islam qui rassemble les révélations faites par Dieu au Prophète Mohammed. Première source, en importance, de la loi islamique.

Darura : doctrine de la nécessité en droit musulman.

Fatwa : avis juridique émis par un jurisconsulte (*scholar*) sur la base de la *Chari'a*.

Gharar : une des trois interdictions fondamentales en finance islamique (avec la *Riba* et le *Maisir*). On peut traduire ce terme arabe par l'aléa ou l'incertitude. Le *gharar* se manifeste lorsque l'objet d'un contrat est ambigu, incertain ou dépend d'événements futurs dont la réalisation est aléatoire et totalement en dehors du contrôle des parties. Un contrat dont l'objet constitue un évènement incertain sera considéré non conforme aux principes de la finance islamique. Le contrat d'assurance commerciale (voiture, habitation, etc.) est par exemple jugé illicite par les savants musulmans.

Hadith : récit rapportant une parole ou un acte du Prophète Mohammed.

Halal : terme employé pour qualifier tout ce qui est licite, permis et autorisé.

Haram : terme employé pour qualifier tout ce qui est interdit et illicite.

Ijara : contrat de crédit-bail ou de location-vente aux termes duquel une partie achète un bien et le loue à l'autre partie en contrepartie d'un loyer périodique prédéterminé contractuellement.

Ijara Wa-Iktina'a : une variante d'*Ijara* aux termes de laquelle le preneur, à l'expiration de la période de location, acquiert automatiquement la propriété de l'actif par le jeu de promesses d'achat et de vente.

Ijara Mawsufah Fi Al Dhimmah ou forward lease : une autre variante d'*Ijara* qui prévoit le paiement de loyers anticipés par le preneur avant que l'actif ait été mis à la disposition de ce dernier. Permet la rémunération du financier pendant la phase de construction de l'actif.

Ijtihad : du point de vue juridique, désigne l'effort d'un *scholar* dans l'interprétation ou la réinterprétation des sources de la loi islamique, dans les cas où des directives claires et explicites émanant du *Coran* ou de la *Sunna* font défaut.

Istisna'a : contrat d'entreprise d'un bien à construire/fabriquer avec le plus souvent paiement progressif du prix au fur et à mesure que le bien est construit/fabriqué. Contrairement au *bai al salam,* l'*istisna'a* ne nécessite ni le paiement intégral du prix, ni la détermination précise de la date de livraison.

Ijma' : consensus des savants du droit musulman sur une question donnée. L'*ijma'* est une des sources du droit musulman.

Maisir : une des trois interdictions fondamentales en finance islamique (avec la *Riba* et le *Gharar*) qui interdit de réaliser des opérations qui reposent sur de la pure spéculation (c'est-à-dire les opérations réalisées en vue de faire un profit sans créer de richesse par le travail). Sont ainsi notamment interdits, sur la base de ce principe, les jeux de hasard.

Moudaraba : Proche d'une société en commandite. Partenariat dans lequel une partie (*rab-al-maal*) procède à un apport en capital, tandis que l'autre partie (*moudareeb*) fait un apport en industrie (un savoir-faire, une expertise, etc.). Les bénéfices sont partagés selon une clé de répartition prévue dans le contrat mais les pertes éventuelles sont entièrement supportées par le *rab-al-maal* (l'investisseur).

Mourabaha : contrat de vente d'un actif comprenant une marge clairement convenue entre les parties. Dans le cadre d'un financement basé sur la *Mourabaha*, le financier acquiert un actif et le revend ensuite à son client à un prix majoré et payable à terme.

Annexe : Glossaire des termes en langue arabe employés

Mousharaka : forme de partenariat aux termes duquel des parties conviennent de mettre en commun des fonds pour financer le développement d'un projet ou la réalisation d'un investissement. Les bénéfices sont répartis suivant les modalités prévues au contrat et les éventuelles pertes sont à la charge de chaque associé proportionnellement à sa contribution.

Qiyas : raisonnement par analogie.

Riba : intérêt, taux d'intérêt (fixe ou variable). Parfois assimilé (à tort) à l'usure. L'une des trois interdictions fondamentales de la finance islamique (avec le *Gharar* et le *Maisir*).

Scholars : jurisconsultes du droit musulman, spécialistes de la *Chari'a*.

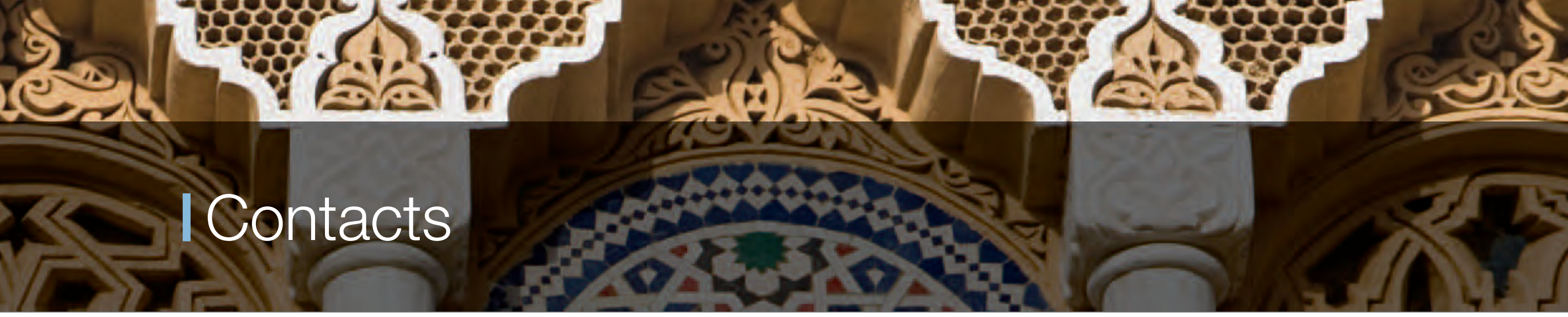
Sukuk : instruments qui sont souvent décrits comme l'équivalent d'une émission d'obligations conforme à la *Chari'a*. Prennent la forme de certificats d'investissement représentant une participation des porteurs de *sukuk* proportionnelle dans la détention de la propriété des actifs tangibles sous-jacents et permettant d'obtenir une rémunération basée sur la performance des actifs sous-jacents financés.

Sunna : tradition islamique tirée de l'exemple de la vie du Prophète Mohammed. Deuxième source, en importance, de la loi islamique, après le *Coran*.

Tawarrouq : terme employé pour désigner une variante de la *Mourabaha* dans laquelle le client revend immédiatement l'actif (généralement, de la matière première) qu'il a acquis auprès du financier. Utilisé notamment dans le cadre de financement des besoins en trésorerie.

Wakala : contrat de mandat aux termes duquel une partie (*wakil*) est chargée de réaliser des investissements pour le compte de l'autre partie en contrepartie d'une rémunération fixe ou indexée sur les résultats.

Zakat : terme désignant l'obligation faite à chaque musulman disposant d'un patrimoine net supérieur à un certain montant de verser une partie de sa richesse à des œuvres caritatives ou à certaines catégories de personnes désignées (nécessiteux, orphelins, etc.).



Contacts

Responsable Groupe Finance Islamique Monde



Nadim Khan
Associé, finance

Abu Dhabi



Andrew Newbery
Associé, finance

Dubaï



Zubair Mir
Associé, corporate



Judith Watson
Associé, corporate



Qasim Aslam



Robert Davy

Londres



Malcolm Hitching
Associé, finance



Gary Hommel
Associé, finance



Bradley Phillips
Associé, droit fiscal



Thiha Tun
Associé, corporate



Dominic O'Brien

Moscou



Alexander Currie
Associé, finance

Paris



Jacques Bertan de Balanda
Associé, finance



Mehdi Haroun
Associé, Energie et infrastructures



Foued Bourabiat

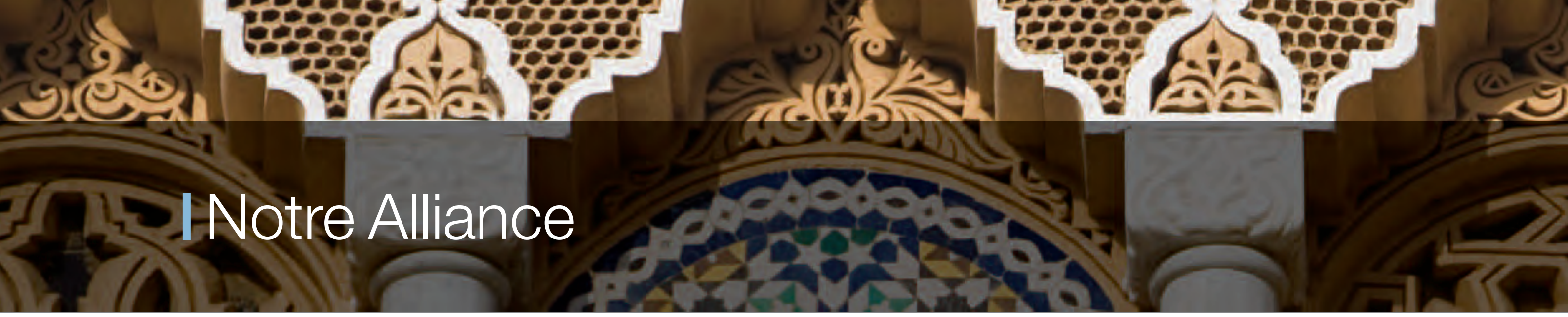


Jérôme Le Berre

Singapour

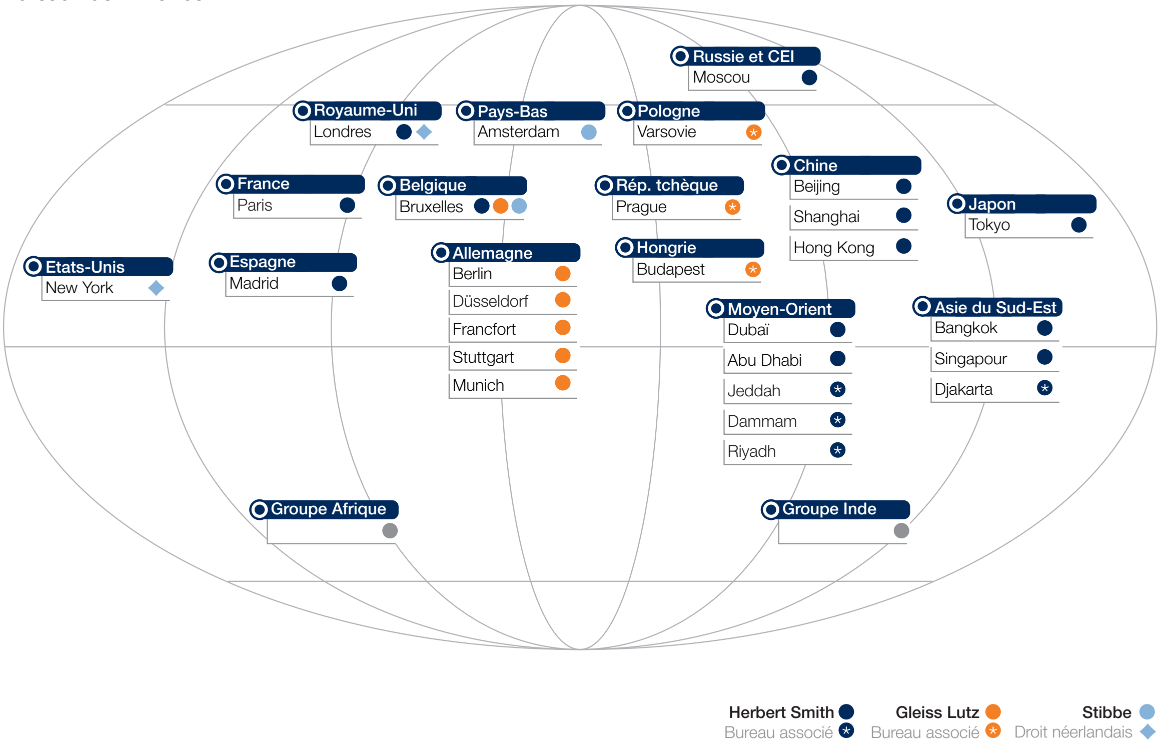


Michelle Chen
Associée, finance



Notre Alliance

Bureaux de l'Alliance



Herbert Smith

Abu Dhabi
Herbert Smith LLP
Suite 302, 3rd Floor
Al Bateen Towers C2 Building
Al Bateen
PO Box 106178
Abu Dhabi UAE
T: +971 2 412 1700
F: +971 2 412 1701

Amsterdam
Stibbe
Stibbetoren
Strawinskylaan 2001
PO Box 75640
1070 AP Amsterdam
T: +31 20 546 06 06
F: +31 20 546 01 23

Arabie Saoudite
Al-Ghazzawi Professional Association
Herbert Smith LLP
bureau associé
Jeddah Commercial Centre,
3rd Floor, Al Maady Street
Corniche Al Hamra
P.O. Box 7346
Jeddah 21462
T: +966 2 6531576
F: +966 2 6532612

Al-Ghazzawi Professional Association
Herbert Smith LLP
bureau associé
Arabian Business Center
Prince Muhammad Street
PO Box 381
Dammam 31411
T: +966 3 8331611
F: +966 3 8331981

Al-Ghazzawi Professional Association
Herbert Smith LLP
bureau associé
King Faisal Foundation
North Tower, 4th Floor
K. Fahd Road
PO Box 9029
Riyadh 11413
T: +966 1 4632374
F: +966 1 4627566

Bangkok
Herbert Smith (Thailand) Ltd
1403 Abdulrahim Place
990 Rama IV Road
Bangkok 10500
T: +66 2657 3888
F: +66 2636 0657

Beijing
Herbert Smith LLP
28th Floor Office Tower
Beijing Yintai Centre
2 Jianguomenwai Avenue
Chaoyang District
Beijing PRC 100022
T: +86 10 6535 5000
F: +86 10 6535 5055

Berlin
Gleiss Lutz
Friedrichstrasse 71
10117 Berlin
T: +49 30 800 979-0
F: +49 30 800 979-979

Bruxelles
Herbert Smith LLP
Central Plaza
Rue de Loxum 25
1000 Bruxelles
T: +32 2 511 7450
F: +32 2 511 7772

Gleiss Lutz
Central Plaza
Rue de Loxum 25
1000 Bruxelles
T: +32 2 551 1020
F: +32 2 551 1039

Stibbe
Central Plaza
Rue de Loxum 25
1000 Bruxelles
T: +32 2 533 5211
F: +32 2 533 5212

Budapest
Bán, S. Szabó & Partners
Gleiss Lutz
bureau associé
József nádor tér 5-6
1051 Budapest
T: +36 1 266-3522
F: +36 1 266-3523

Djakarta
Hiswara Bunjamin and Tandjung
Herbert Smith LLP
bureau associé
23rd Floor, Gedung BRI II
Jl. Jend. Sudirman Kav. 44-46
Jakarta, 10210
T: +62 21 574 4010
F: +62 21 574 4670

Dubaï
Herbert Smith LLP
Dubai International Financial Centre
Gate Village 7, Level 4
PO Box 506631
Dubai UAE
T: +971 4 428 6300
F: +971 4 365 3171

Düsseldorf
Gleiss Lutz
Bleichstrasse 8-10
40211 Düsseldorf
T: +49 211 54061-0
F: +49 211 54061-111

Francfort
Gleiss Lutz
Mendelssohnstrasse 87
60325 Frankfurt
T: +49 69 95514-0
F: +49 69 95514-198

Hong Kong
Herbert Smith
23rd Floor, Gloucester Tower
15 Queen's Road Central
Hong Kong
T: +852 2845 6639
F: +852 2845 9099

Londres
Herbert Smith LLP
Exchange House
Primrose Street
London EC2A 2HS
T: +44 20 7374 8000
F: +44 20 7374 0888

Stibbe
Exchange House
Primrose Street
London EC2A 2ST
T: +44 20 7466 6300
F: +44 20 7466 6311

Madrid
Herbert Smith Espagne LLP
Paseo de la Castellana 66
28046 Madrid
T: +34 91 423 4000
F: +34 91 423 4001

Moscou
Herbert Smith CIS LLP
10 Ulitsa Nikolskaya
Moscow 109012
T: +7 495 363 6500
F: +7 495 363 6501

Munich
Gleiss Lutz
Karl-Scharnagl-Ring 6
80539 Munich
T: +49 89 21667-0
F: +49 89 21667-111

New York
Stibbe
489 Fifth Avenue, 32nd floor
New York, NY 10017
T: +1 212 972 4000
F: +1 212 972 4929

Paris
Herbert Smith LLP
66, Avenue Marceau
75008 Paris
T: +33 1 53 57 70 70
F: +33 1 53 57 70 80

Prague
Kubánek & Nedelka v.o.s.
Gleiss Lutz
bureau associé
nám. Republiky 1a
110 00 Prague 1
T: +420 225 996-500
F: +420 225 996-555

Shanghai
Herbert Smith LLP
38th Floor, Bund Center
222 Yan An Road East
Shanghai 200002
T: +86 21 2322 2000
F: +86 21 2322 2322

Singapour
Herbert Smith LLP
50 Raffles Place
#24-01 Singapore Land Tower
Singapore 048623
T: +65 6868 8000
F: +65 6868 8001

Stuttgart
Gleiss Lutz
Maybachstrasse 6
70469 Stuttgart
T: +49 711 8997-0
F: +49 711 855096

Tokyo
Herbert Smith
41st Floor, Midtown Tower
9-7-1 Akasaka, Minato-ku
Tokyo 107-6241
T: +81 3 5412 5412
F: +81 3 5412 5413

Varsovie
Pietrzak Siekierzynski Bogen Sp. k.
Gleiss Lutz
bureau associé
ul. Złota 59
00-120 Warsaw
T: +48 22 22242-00
F: +48 22 22242-99

www.herbertsmith.com
www.gleisslutz.com
www.stibbe.com

7746/240909

Herbert Smith en collaboration avec
Gleiss Lutz et Stibbe